

Credit Investment Maps

중단기적으로 투자매력 유효한 건설채

회사채 수요예측 및 신용등급

올해 수요예측 시장은 동원시스템즈의 흥행으로 마감. 애초 모집금액의 10배에 가까운 유효 수요가 유입되면서 증액 발행을 결정. 한기평은 대림산업과 롯데건설의 등급전망을 '긍정적'으로 상향조정. 3분기 실적지표 감안 시 나신평과 한신평이 제시하고 있는 상향 트리거에도 근접한 상황. 향후 결산재무 지표 감안해 포스코건설의 상향 트리거 부합 가능성에 주목

중단기적으로 투자매력 유효한 건설채

해외부문의 실적호전과 국내 주택부문의 연착륙 가능성을 고려할 때 건설채의 투자매력은 여전히 유효. 과거보다 절대금리 매력에 감소하였고 장기적으로 사업불확실성이 있지만 홈런을 치겠다는 전략보다는 방망이를 짧게 잡고 안타를 치는 전략으로는 꽤 좋은 투자대상. 최근 신평사에서 대림산업과 롯데건설의 등급 전망을 긍정적으로 상향한 점은 긍정적

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 단기물 약세, 장기물 강세의 패턴. 국고금리의 장단기 금리차 확대가 급격히 나타난 것이 원인이었던 것으로 판단

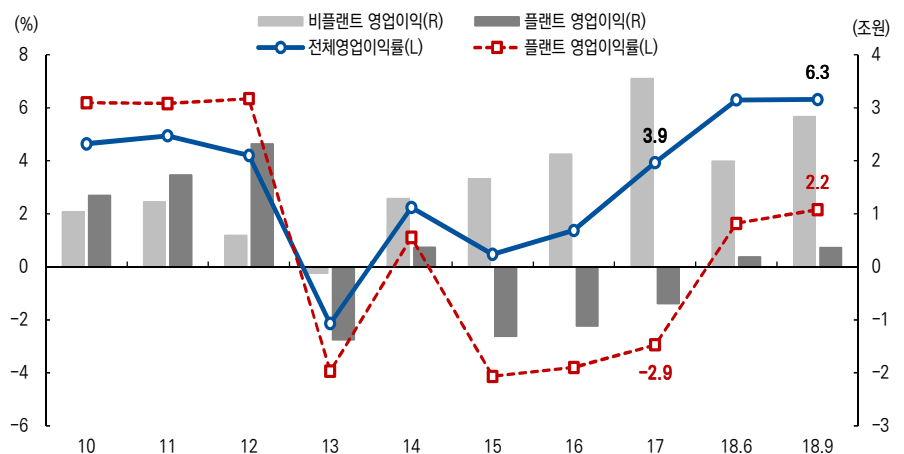
최근 글로벌 금리는 미국의 장단기 금리차 역전에 따른 향후 경기불황 우려와 미중 무역분쟁 우려감에 하락세를 보였다가 무역분쟁 우려감이 완화되면서 하락세가 진정. 국내 금리는 11월말 금통위 회의에서의 기준금리 인상이 마지막일 것이라는 생각과 내년 이후 오히려 금리를 인하할 필요성이 생길 수 있다는 경기 부정적 의견이 힘을 받으며 연중 신저점 수준 유지

국고금리의 하락폭이 급격히 커지면서 국고채 대응이 중요해진 시점이지만 국고금리가 기준금리 1.75% 근접하면 크레딧채권으로 관심이 높아질 것

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오 2호

2018.3.2 이후 미래에셋대우P/F 4.87% > 국채5Y 4.59% > 회사채AA-3Y 3.24%

Key Chart: 주요 건설사 연도별 수익성 추이



주: 플랜트부문 영업이익률은 일부 추정치 사용

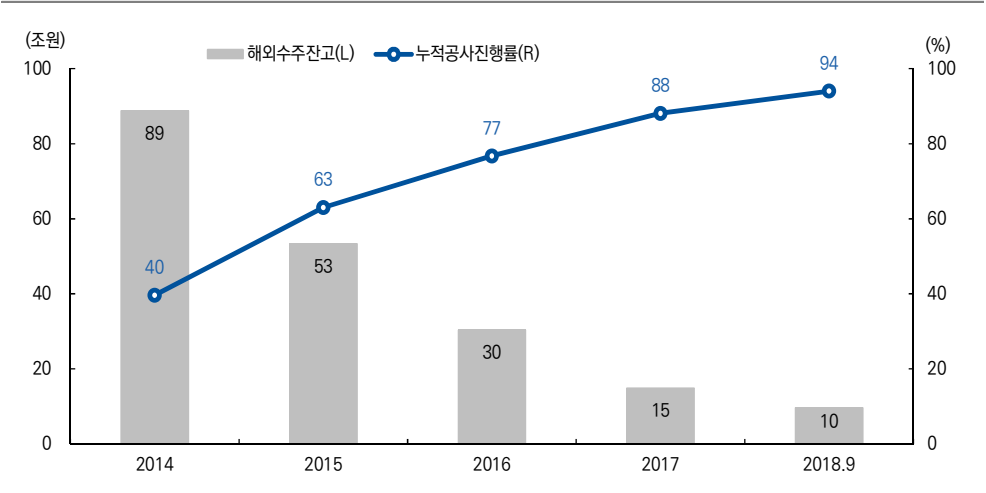
자료: 현대, GS, 대림, SK, 대우, 삼엔, 포스코 등 7개사 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

건설사, 해외 손실위험 대폭 감소

2010 년 이후 건설사 어닝쇼크의 주범이었던 해외공사의 손실위험이 대폭 감소한 것으로 파악된다. 특히 2014 년 이전에 공격적으로 수주했던 해외공사의 수주잔고가 주요 건설사 기준으로 볼 때 10 조원을 기록해 2014 년 당시 89 조원에 비해 89% 감소한 것으로 나타났다. 누적공사진행률도 2014 년 당시 40%에서 94%로 높아졌다는 것은 이미 준공이 완료되었거나 막바지에 다다른 사업장이 많아 추가 손실위험이 낮아진 것으로 해석할 수 있다.

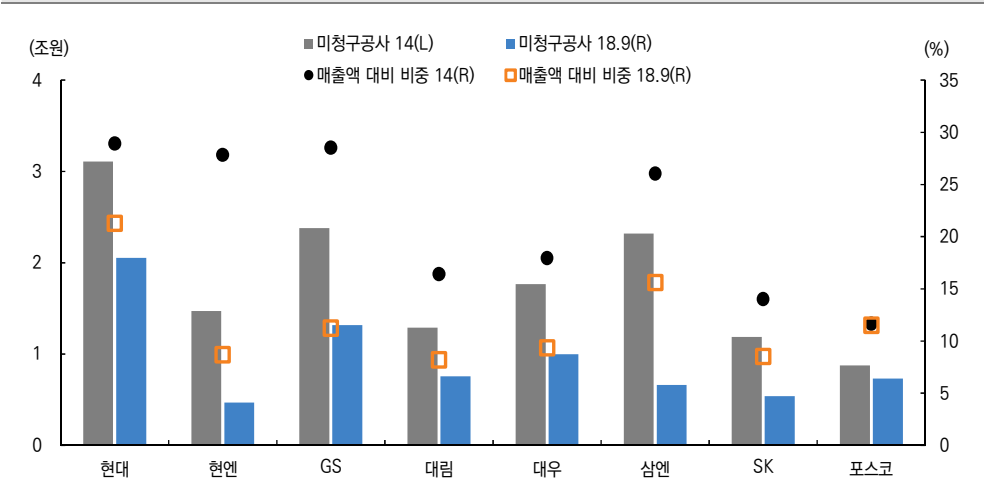
수주잔고가 줄었다는 것은 그만큼 매출인식을 했다는 것인데 미청구공사 규모도 줄었다는 점을 연관해서 보면 현금회수를 동반한 매출인식이었던 것으로 추정된다. 주요 건설사의 미청구공사 규모는 2014 년 당시 14.4 조원에서 18 년 9 월 기준 7.5 조원으로 절반 가까이 줄었고 매출액 대비 미청구공사 비중도 동 기간 21%에서 12%로 하락해 손실완충력이 향상되었다.

그림 1. 2014년 이전 수주한 주요 해외공사의 수주잔고 및 누적공사진행률



주: 연도별로 일관성있게 확인이 가능한 해외공사장을 대상으로 추적한 값
자료: 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 주요 건설사 미청구공사 규모(막대) 및 매출액 대비 비중(점) 비교



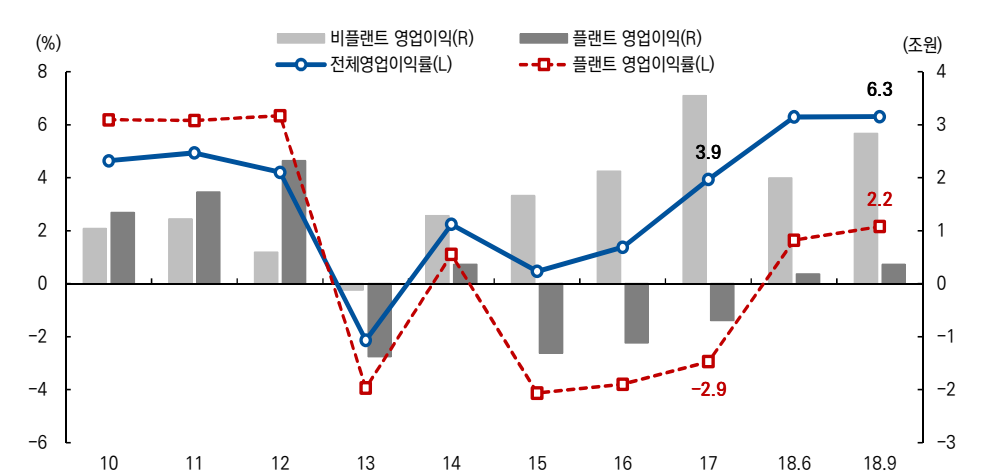
자료: 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

국내 실적 우려 크지 않고 해외는 흑자전환

해외물량이 다수 포진된 플랜트 부문의 영업이익률이 가시적으로 개선되고 있는데 주요 대형 건설사 기준으로 2.2% 흑자전환에 성공했다. GS 건설의 상반기 손실총당금 환입의 영향이 컸지만 여타 건설사들의 플랜트 이익률도 개선 또는 흑자전환 사례가 나타나고 있다.

호황을 누렸던 국내 주택부문은 가계대출 및 부동산 규제の影響으로 수익성이 다소 낮아지고 있지만 급격한 실적둔화로 이어지지는 않고 있다. 국내외 전체적인 영업이익률은 6% 초반에서 서서히 하락을 모습을 보일 것으로 예상된다.

그림 3. 주요 건설사 연도별 수익성 추이

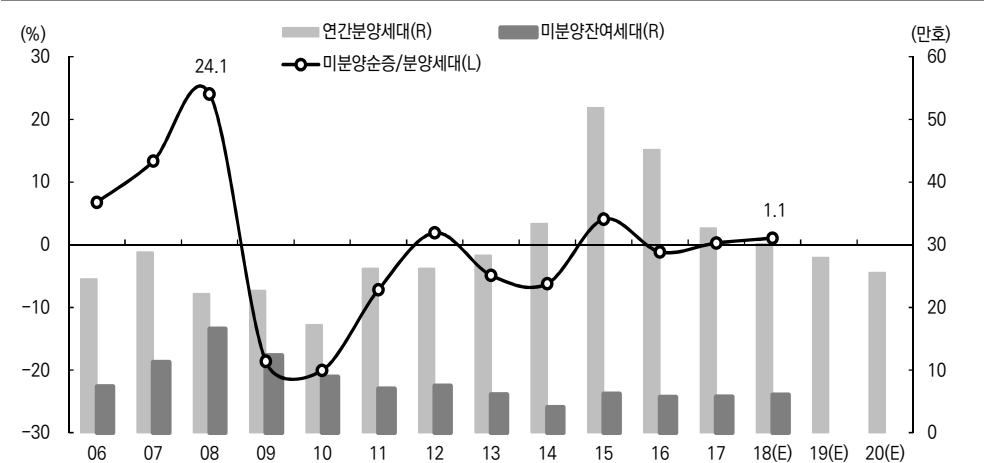


주: 플랜트부문 영업이익률은 일부 추정치 사용, 자료: 현대, GS, 대림, SK, 대우, 삼엔, 포스코 등 7개사 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

연간분양세대는 금융위기 직후였던 08~10년을 상회하면서 향후 2~3년간의 매출둔화가 가파르지 않을 것으로 전망된다. 또 지방을 위주로 미분양이 쌓이고 있으나 서울 및 수도권을 위주로는 여전히 분양성과가 우수해 전반적인 미분양세대 증가는 크지 않은 것으로 파악된다.

전국 아파트 미분양잔여세대는 올해 10월말 기준 6만 502세대로 천천히 증가하고 있다. 미분양잔여세대 순증분을 연간분양세대로 나눠보면 1%에 그치는 수준이다. 100세대를 연간 분양한다면 1세대 정도가 미분양잔여세대 순증으로 나타나는 것으로 건설사에 부담을 주는 수준이 아니다. 실제로 주요 건설사의 국내 매출채권이 유의미하게 증가하고 있지도 않다. 금융위기 직후였던 08년에는 24%로 그 비율이 매우 높았었다.

그림 4. 아파트 분양물량 및 미분양잔여세대 추이



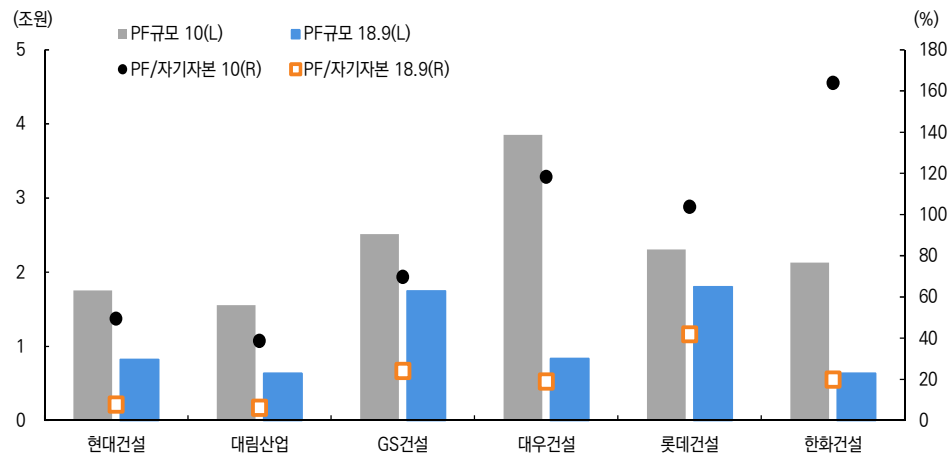
주: 2018년 미분양잔여세대는 18.10월말 기준, 자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

PF 우발채무 부담 낮고 중단기적으로 투자매력 유효한 건설채

국내 분양시장의 호조에 힘입어 건설사들의 PF 보증채무 규모도 큰 폭으로 축소되었다. 아래 주요 건설사의 단순 평균 PF 규모는 10 년말 2.4 조원에서 18 년 9 월 1.1 조원으로 축소되었다. 자기자본 대비 PF 비중으로는 동 기간 91%에서 20%로 대폭 하락하여 자본완충력이 개선되었다.

해외부문의 실적호전과 국내 주택부문의 연착륙 가능성을 고려할 때 건설채의 투자매력은 여전히 유효하다. 과거보다 절대금리 매력이 감소하였고 장기적으로 사업불확실성이 있는 만큼 홈런을 치겠다는 전략보다는 방망이를 짧게 잡고 안타를 치는 전략으로는 꽤 좋은 투자대상이다. 한기평에서 대림산업과 롯데건설의 신용등급 전망을 긍정적으로 상향한 것이 좋은 증거다.

그림 5. 주요 건설사 PF규모(막대) 및 자기자본 대비 비중(점) 비교



자료: 사업보고서(별도), 미래에셋대우 리서치센터

회사채 수요예측/신용등급

올해 수요예측 시장은 동원시스템즈의 흥행으로 마무리 되었다. 500억원 모집에 4,950억원이 유입되면서 유효경쟁률은 약 10배를 기록했고 동사는 500억원을 증액해 발행하기로 결정했다.

금주 한기평은 롯데건설과 대림산업의 등급전망을 상향 조정했다. 올해 3분기말 기준으로 대림산업의 EBIT/금융비용(별도) 지표와 부채비율(별도)은 각각 8.4배, 103%로 제시하고 있는 상향 트리거에 근접해 있다. 한신평과 나신평에서 제시하고 있는 상향 트리거에도 충족하고 있다(*한신평 상향 트리거(연결): (부채+조정PF-현금및현금성자산)/자기자본=89%).

올해 3분기말 롯데건설의 순차입금/EBITDA 지표는 1.3배로 이미 상향트리거 조건인 4배 이하를 충족하고 있다. 한신평이 제시한 상향 트리거에는 아직 충족하지 못한 상황이나 나신평이 제시했던 트리거에는 부합하는 상황인 점을 감안할 때 향후 유효등급이 상승할 가능성도 있다.

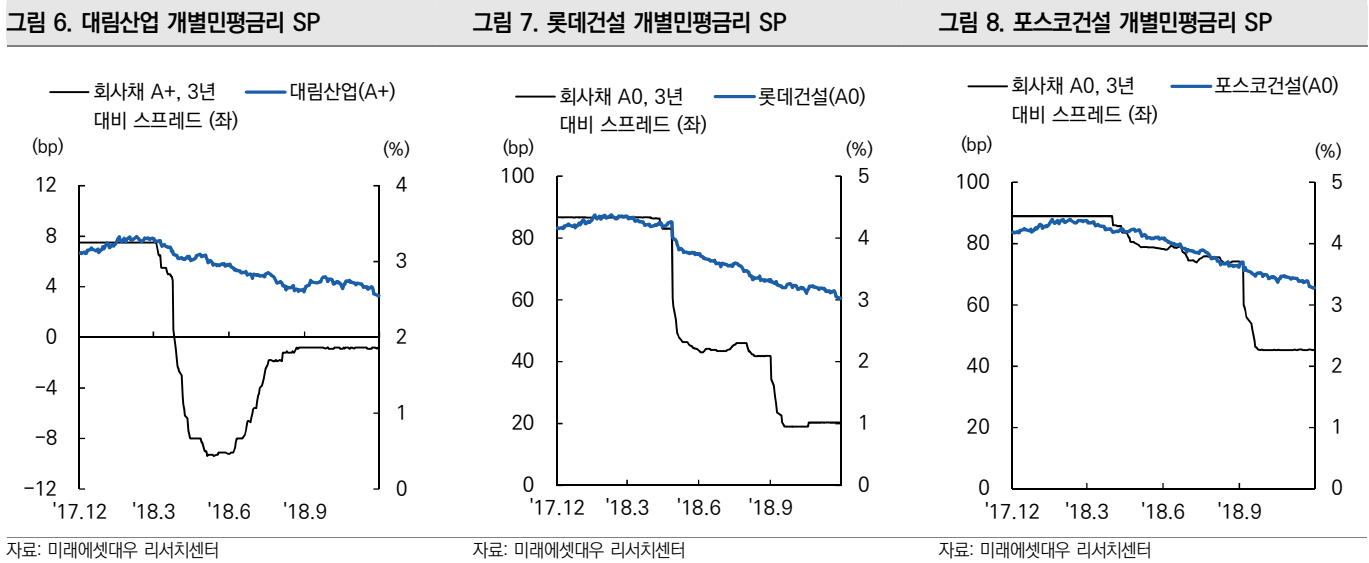


표 1. 회사채 수요예측 현황

(억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액/예정금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요예측일	발행일	발행목적
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
동원시스템즈	A0	1,000	3Y	등급민평3년	-15	15	-35	-	12/6	12/14	시설 800, 운영 200
수요예측 예정기업											

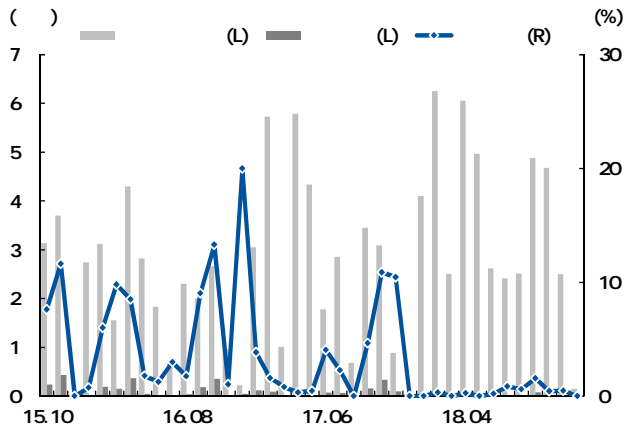
주: 수요예측일과 발행금액은 변경될 가능성이 있음 주2: 볼드체 처리는 증액된 금액 / 이탤릭 볼드체 처리는 감액된 금액 주3: 유효등급 기준 주4: 미매각=실제발행금액-유효수요금액
자료: 전자공시시스템, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 대표주관 체결기업

회사명	신용등급	수요예측일	체결일	주관사

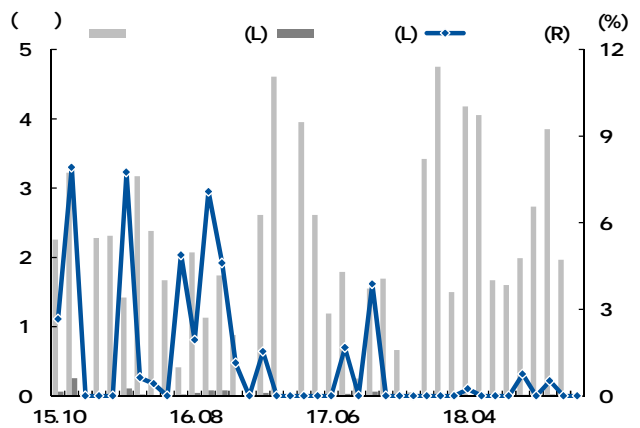
주: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일과 신용등급은 변경될 가능성이 있음 주2: 유효등급 기준
자료: 금융투자협회, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 회사채 미매각률 추이 (전 등급)



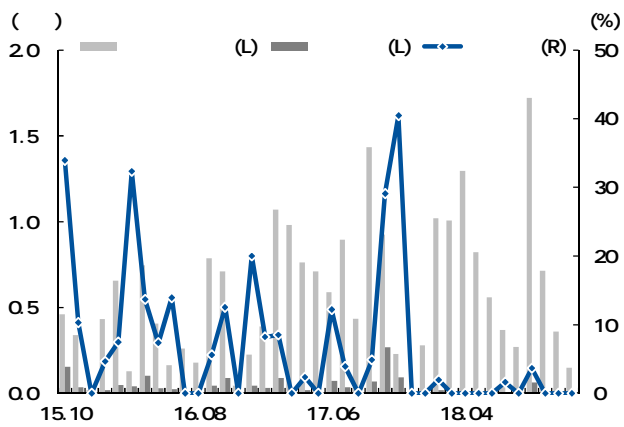
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 회사채 미매각률 추이 (AA등급 이상)



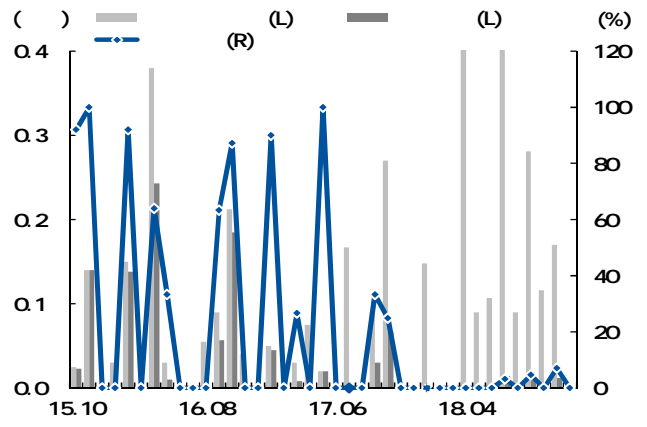
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 회사채 미매각률 추이 (A등급)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 회사채 미매각률 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	한국항공우주산업	2018.12.6	AA-/S	AA-/N	한신평	최근의 수익성 부진 및 개발사업 확대에 따른 향후 수익성 부담
등급전망 하락	화신	2018.12.13	BBB+/S	BBB+/N	한신평	수익창출력 약화, 전방수요 둔화에 따른 실적개선 제약 가능성
등급전망 하락	서진산업	2018.12.13	BBB-/S	BBB-/N	한신평	그룹 전반의 재무구조 저하, 자체 투자-재무부담 확대 및 수익성 하락 등을 감안
등급전망 상승	롯데건설	2018.12.10	A0/S	A0/P	한기평	영업수익성 및 재무안정성 개선
등급전망 하락	엘지하우시스	2018.12.13	AA-/S	AA-/N	한기평	전방산업의 부진 및 유가상승에 따른 원재료 부담으로 수익성 저하
등급전망 상승	대림산업	2018.12.10	A+/S	A+/P	한기평	양호한 수익창출력 및 우수한 재무안정성 유지 전망

주: BBB급 이상만 취급 주2: 단기 및 후순위채 신용등급은 배제 자료: 한국신용평가, 나이스신용평가, 한국기업평가, 미래에셋대우 리서치센터

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 단기물 약세, 장기물 강세의 패턴을 보였다. 국고금리가 단기영역에서 하락하고 중장기물에서 상승하는 장단기 금리차 확대가 급격히 나타난 것이 원인이었던 것으로 판단된다.

최근 글로벌 금리는 미국의 장단기 금리차 역전에 따른 향후 경기불황 우려와 미중 무역분쟁 우려감에 하락세를 보였다가 무역분쟁 우려감이 완화되면서 하락세가 진정되었다.

국내 금리는 11월말 금통위 회의에서의 기준금리 인상이 마지막 인상일 것이라는 생각과 내년 이후 오히려 금리를 인하할 필요성이 생길 수 있다는 경기 부정적 의견이 힘을 받으며 연중 신저점 수준을 유지하고 있다.

신용스프레드의 강세분위기는 지속될 것으로 예상된다. 기업환경과 실적부진에 대한 우려가 있지만 어닝쇼크를 기록한 일부 회사를 제외하고는 당장의 등급하향 우려는 발생하지 않을 것으로 판단되며 국고레벨이 한단계 내려온 저금리 상황에서 쿠폰 매력은 높아질 수밖에 없다.

국고금리의 하락 변동폭이 급격히 커지면서 국고채 대응이 중요해진 시점이지만 국고금리가 기준금리 1.75% 수준에 근접하면 크레딧채권으로 관심이 높아질 것으로 판단된다.

중단기적으로 해외부문의 실적이 호전되고 국내 주택부문의 연착륙이 예상되는 건설채의 투자매력은 유효한 것으로 판단한다. 과거보다 절대금리 매력이 감소하였고 장기적으로 사업불확실성이 있지만 홈런을 치겠다는 전략보다는 방망이를 짧게 잡고 안타를 치는 전략으로는 꽤 좋은 투자대상이다. 최근 신평사에서 대림산업과 롯데건설의 등급 전망을 긍정적으로 상향한 것이 좋은 증거다.

표 4. 주간 크레딧 스프레드 변동 (12월 13일)

(%, 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	1.751	1.793	1.915	1.988	-0.06	-0.04	0.04	0.05	7	12	1	8
특수채	AAA	21	20	16	12	3	1	-1	-1	4	8	1	6
	AA+	24	24	26	25	3	2	-1	-1	6	14	1	5
은행채	산금채	19	17	17	13	4	1	0	0	3	12	1	6
	중금채	19	18	18	15	4	1	0	0	4	13	2	6
	은행AAA	23	23	20	19	4	2	0	0	6	10	2	6
	은행AA+	30	30	26	23	4	2	0	0	4	8	1	6
여전채	AA+	36	40	43	42	2	1	0	-1	6	16	1	6
	AA0	39	48	60	61	3	1	-1	0	9	24	2	6
	AA-	40	54	75	80	2	0	-2	-1	12	33	3	6
	A+	61	120	135	142	4	1	-1	-1	14	27	1	6
회사채	AAA	30	36	32	27	3	2	0	0	3	8	1	6
	AA+	32	39	39	41	3	1	-1	-1	10	12	2	6
	AA0	35	43	45	57	3	1	-1	-1	20	15	2	6
	AA-	39	46	56	78	3	1	-1	-1	29	22	2	6
	A+	51	76	103	124	2	2	0	0	28	39	2	6
	A0	68	103	144	167	2	2	0	0	30	54	2	6
	A-	94	147	203	221	2	2	0	0	25	68	2	6
	BBB+	243	409	417	418	2	2	-1	0	7	21	2	6

주: 국고채는 수익률(%)을 기재

자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

섹터별 발행 현황

그림 24. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

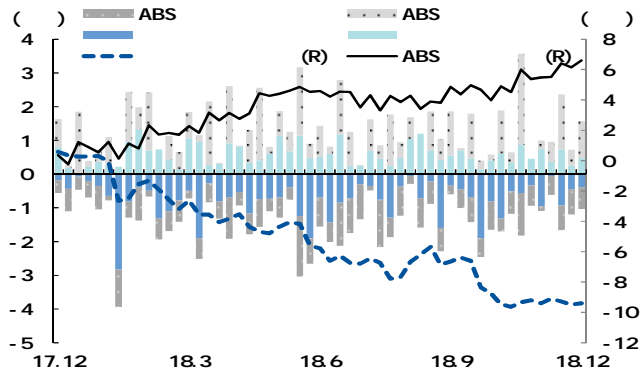


그림 25. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

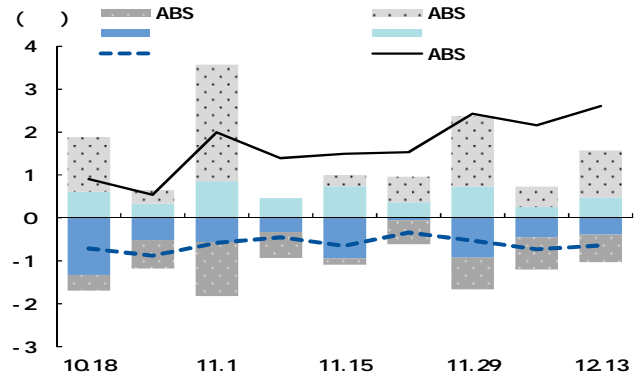


그림 26. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

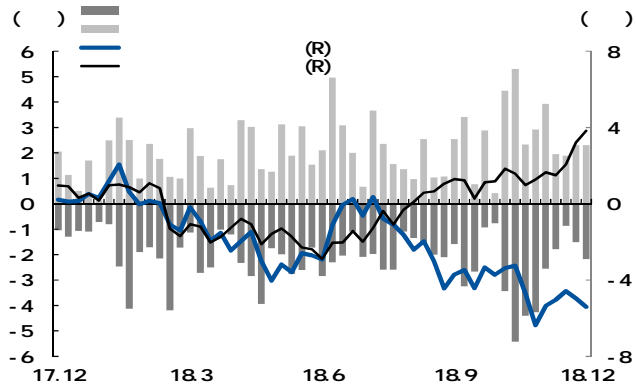


그림 27. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

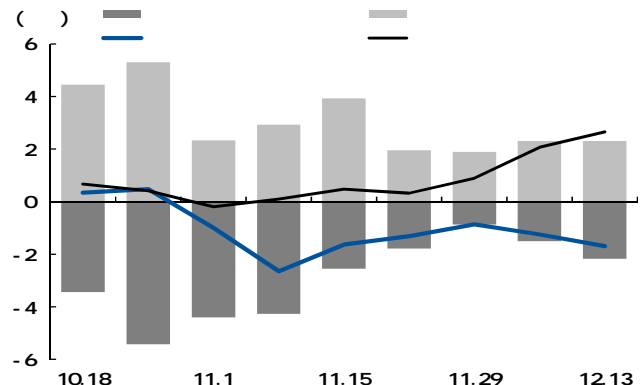


그림 28. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

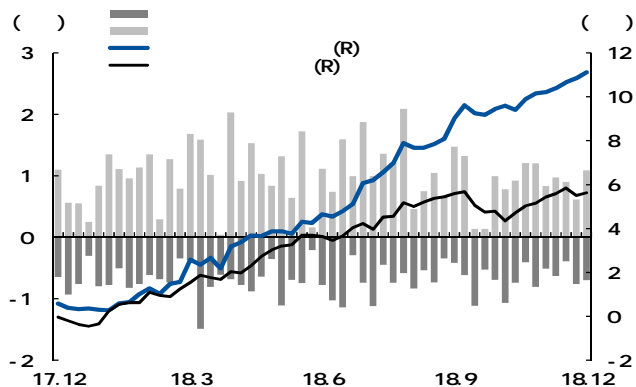


그림 29. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

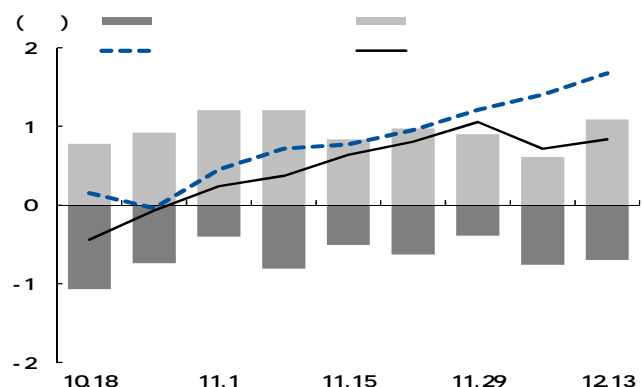


그림 30. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

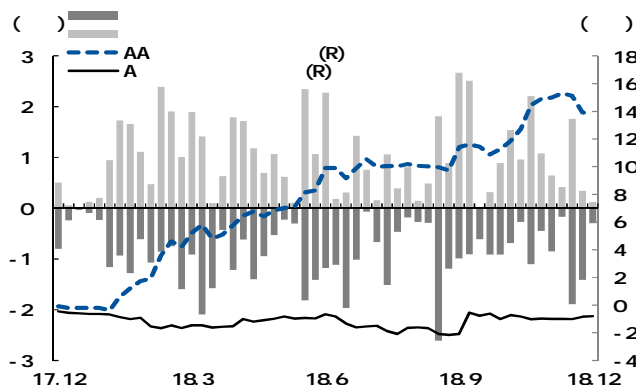
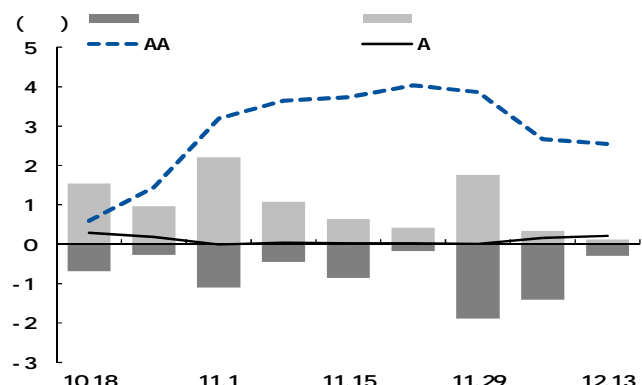


그림 31. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)



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.