

Credit Investment Maps

신용스프레드 추가 축소여력 남아

회사채 수요예측 및 신용등급

2018년 결산공시에 따른 영향으로 3월 수요예측 시장은 효성중공업을 끝으로 마무리될 것으로 예상. 최근 S&P의 아웃룩 하향 조정에도 SK브로드밴드의 수요예측은 흥행. 3년과 5년 물 각각 유효경쟁률 6.4배, 5.4배로 역대최고 수준. 초도발행인 한국해양진흥공사의 수요예측에서도 약 1.4조원의 유효수요가 유입, 3년물과 5년물 발행금리는 각각 국고대비 13~14bp 상회하는 수준에서 결정될 것으로 파악. 4월 회사채 만기액은 약 5조원으로 지난 1분기 월별 만기액을 상회하는 가운데 AA+와 AA-등급 비중이 50%를 차지

섹터별 발행현황

신한카드가 2,300억원에 달하는 순발행을 기록하면서 모처럼 카드채는 순발행으로 전환. 다만 나머지 전업카드사들은 여전히 순상환 기조를 유지. 3월 들어 일반은행채 순발행이 증가하고 있는데 이는 신한은행에 기인

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 강세분위기를 이어감. 상대적으로 약했던 카드채의 약진과 금리매력이 높은 A급 캐피탈채의 초강세가 금주에도 나타남

글로벌 금리는 경기둔화 우려와 미 연준의 매우 통화완화적인 코멘트로 인해 큰폭으로 하락. 국내 금리도 외부적 영향을 반영했지만 소폭 하락한 정도에 그쳤고 박스권을 유지하는 모습

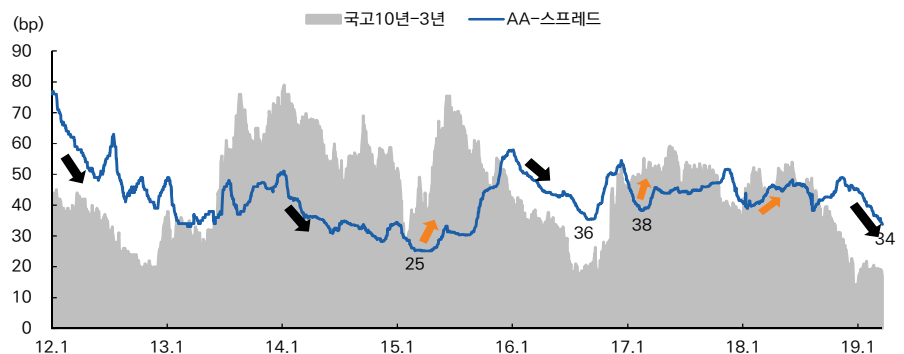
국고금리의 확고한 박스권 인식하에 예년과 달리 강한 크레딧시장이 전개. 2014년~15년 사이에 기록했던 신용스프레드의 최저치(AA-3년 25bp)를 향해 달려갈 기세. 과거의 수치적 경험에서 매년 상반기 신용스프레드만 관찰해보면 장단기 스프레드가 축소되는 시기에 신용스프레드가 낮은 수준을 보였음. 금리의 변동성이 낮을 것으로 예상되는 상반기에는 강세분위기가 훼손되지 않을 것으로 전망

현 시점에서 A급 캐피탈채의 상대적 매력이 높아 보이며 업종 이슈로 인해 AA-급 캐피탈채와 비슷한 금리수준을 형성하고 있는 일부 카드채에 대해서도 관심을 가져볼 필요

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오 2호(편입종목 변경)

2018.3.2 이후 미래에셋대우P/F 7.03% > 국채5Y 5.23% > 회사채AA-3Y 4.04%

Key Chart: 국고 장단기 스프레드와 신용스프레드 상관성 추이



자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

회사채 수요예측/신용등급

글로벌 신용평가사 S&P는 우리나라 몇몇 발행사들에 대해 즉각적인 신용등급 조정은 없을 것이지 만 주주환원 정책, 현금흐름을 상회하는 CAPEX투자 및 금융관련 규제가 우리나라 주요 기업들의 신용도에 부담을 주고 있다고 평가했다. SK그룹 계열사들이 다수 포함되어 있었던 가운데 금주 수요예측을 한 SK브로드밴드도 올해 3/6일 S&P로부터 부정적 등급을 부여 받고 있어 일각에서는 우려했다.

하지만 동사는 1,600억원 모집에 약 9,100억원의 유효수요가 유입되면서 사상최대의 경쟁률을 기록했다. 2016년부터 CAPEX투자 부담이 7,000억원을 상회하는 점은 부담이나 2018년 영업수익성이 2017년 대비 개선되었고 영업현금흐름도 점진적 개선이 지속되고 있다. 회계적 요인이긴 하나 기업회계기준서 제1115호 및 제1109호가 도입되면서 자본이 증가, 2018년말 부채비율(연결)은 177%로 2017년대비 약 48%p 감소한 점도 긍정적인 요소다. 국내 신평3사가 제시한 트리거(EBITDA마진과 순차입금/EBITDA 지표)를 감안하더라도 현재 하향보다는 상황에 더 가까운 상황이다.

3월 수요예측 시장은 3/27일 효성중공업을 마지막으로 끝나지만 4월에는 만도, 현대중공업지주, GS, 아주산업, LS네트웍스, 플라리스슈핑, 한일시멘트 등이 수요예측 시장을 찾을 것으로 파악된다. 4월 회사채 만기도래액은 약 5조원을 상회하는 가운데 AA+와 AA- 등급 비중이 50%를 넘고 있어 우량등급 발행이 상대적으로 높을 것으로 예상된다. 우리는 특별한 크레딧 이벤트가 발생하지 않는다는 전제 하에 상반기 발행시장 강세를 전망한다.

금주 유통시장에서는 호텔롯데를 비롯해 삼성물산과 포스코가 약세거래 되었고 한신공영과 SKC의 강세 거래가 눈에 띄었다.

표 1. 회사채 수요예측 현황 (억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액/ 예정금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요예측일	발행일	발행목적
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
SK브로드밴드	AA-	500	3Y	개별민평3년	-15	15	-4	-	3/18	3/26	차환 500
SK브로드밴드	AA-	1,600	5Y	개별민평5년	-15	15	-7	-	3/18	3/26	차환 1,600
미래에셋대우(후)	AA-	5,000	6Y	고정	3.55%	3.55%	발표전	발표전	직접공모	3/21	운영 2,500, 차환 2,500
한국해양진흥공사	AAA	2,000	5Y	국고5년	-5	15	발표전	발표전	3/21	3/28	운영 2,000
한국해양진흥공사	AAA	2,000	30Y	국고30년	-5	15	발표전	발표전	3/21	3/28	운영 2,000
수요예측 예정기업											
효성중공업	A0								3/26~28		

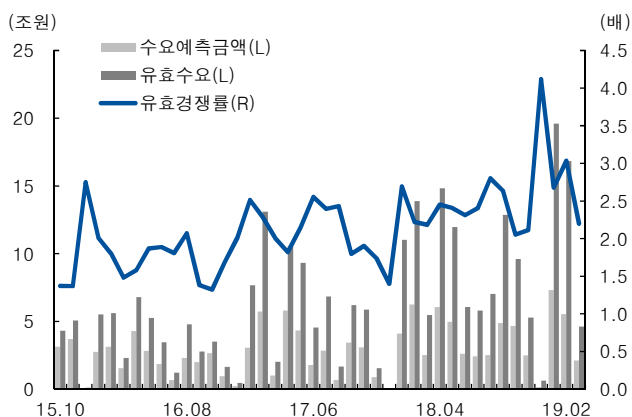
주: 수요예측일과 발행금액은 변경될 가능성이 있음 주2: 볼드체 처리는 증액된 금액 / 이탤릭 볼드체 처리는 감액된 금액 주3: 유효등급 기준 주4: 미매각=실제발행금액-유효수요금액
자료: 전자공시시스템, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 대표주관 체결기업

회사명	신용등급	수요예측일	체결일	주관사
한일시멘트	A+	4/3~5	3/18	KB

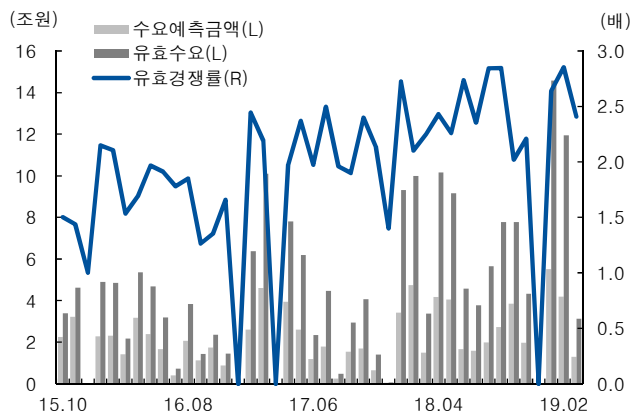
주: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일과 신용등급은 변경될 가능성이 있음 주2: 유효등급 기준
자료: 금융투자협회, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 회사채 유효경쟁률 추이 (전 등급)



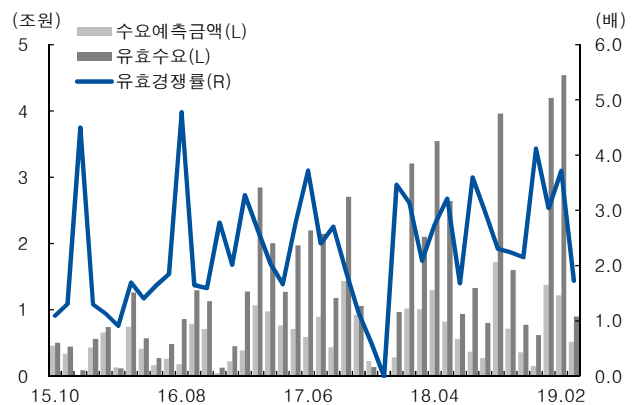
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 회사채 유효경쟁률 추이 (AA등급 이상)



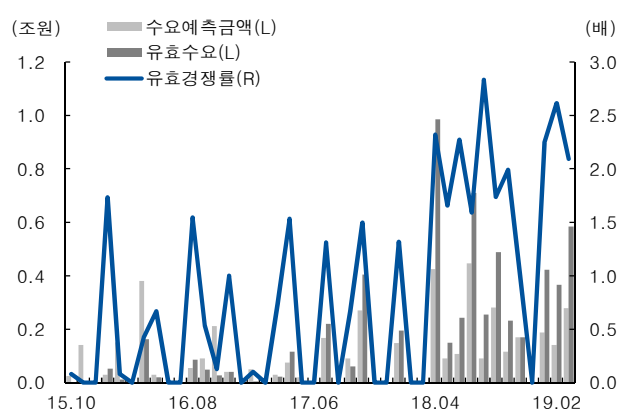
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

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	신평가	내용
----------	-----	-----	------	------	-----	----

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

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 강세분위기를 이어가고 있다. 상대적으로 약했던 카드채의 약진과 금리매력이 높은 A급 캐피탈채의 초강세가 금주에도 나타났다.

글로벌 금리는 글로벌 경기부진과 미 연준의 매우 통화완화적인 코멘트로 인해 큰폭으로 하락했다. 시장은 연내 금리인상은 어렵고 향후 3년내에도 1차례 인상에 그칠 것이라고 내다보고 있다. 국내 금리도 외부적 영향을 반영했지만 소폭 하락한 정도에 그쳤고 결과적으로 박스권을 유지하는 모습이었다.

국고금리의 확고한 박스권 인식하에 예년과 달리 강한 크레딧시장이 전개되고 있다. 2014년~15년 사이에 기록했던 신용스프레드의 최저치(AA-3년 25bp)를 향해 달려갈 기세다. 과거의 수치적 경험에서 매년 상반기 신용스프레드만 관찰해보면 장단기 스프레드가 축소되는 시기에 신용스프레드가 낮은 수준을 보였다는 점을 상기해보자(첫 페이지 key chart 참고). 금리의 변동성이 낮을 것으로 예상되는 상반기에는 강세분위기가 훼손되지 않을 것으로 전망한다.

우리는 A급 채권을 여전히 선호하며 저평가 매력이 크거나 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. 또한 업종 이슈로 인해 AA-급 캐피탈채와 비슷한 금리수준을 형성하고 있는 일부 카드채에 대해서도 투자를 고려할 만하다.

표 4. 주간 크레딧 스프레드 변동 (3월 21일)

(%, 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	1.789	1.792	1.827	1.906	0.01	0.00	-0.03	-0.04	8	3	-2	-3
특수채	AAA	12	15	13	9	-1	0	0	0	5	1	-2	-3
	AA+	15	20	23	23	-1	0	0	0	8	6	-2	-3
은행채	산금채	9	12	15	11	-1	0	0	0	5	6	-2	-2
	중금채	9	12	16	14	-1	0	0	0	6	7	-2	-2
	은행AAA	13	17	18	18	-1	0	0	0	8	4	-1	-2
	은행AA+	20	24	24	22	-1	0	0	0	6	4	-2	-2
여전채	AA+	21	30	38	39	-1	-2	-2	0	9	12	0	-3
	AA0	22	36	53	59	-1	-2	-1	0	13	21	-1	-2
	AA-	24	41	65	76	-1	-1	-1	0	18	28	-1	-3
	A+	40	102	126	140	-3	-2	-2	0	22	27	0	-2
회사채	AAA	16	24	26	23	-1	0	-1	0	5	5	-2	-3
	AA+	19	28	33	38	-1	0	0	0	13	8	-2	-3
	AA0	22	31	39	53	-1	0	0	0	23	11	-2	-3
	AA-	25	34	49	74	-1	-1	-1	0	33	19	-2	-3
	A+	36	64	97	121	-2	-1	-1	0	32	37	-1	-2
	A0	53	90	138	164	-2	-1	-1	0	34	51	-1	-2
	A-	79	134	196	218	-2	-1	-1	0	29	66	-1	-3
	BBB+	228	396	411	415	-2	-1	-1	0	11	19	-1	-3

주: 국고채는 수익률(%)을 기재

자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 월간 특수채 AAA 스프레드 변화

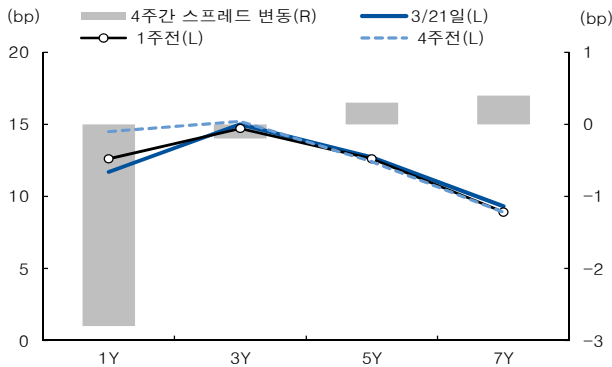


그림 6. 월간 은행채 AAA 스프레드 변화

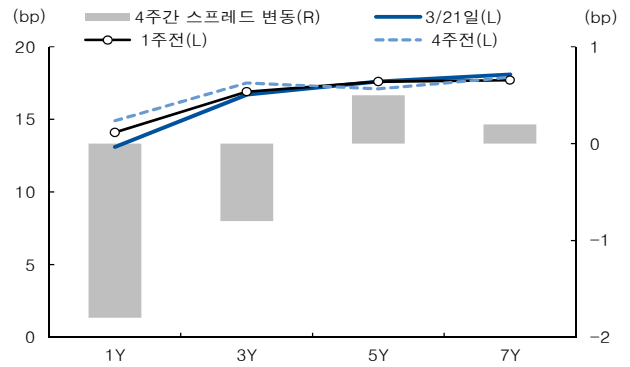


그림 7. 월간 여전채 AA- 스프레드 변화

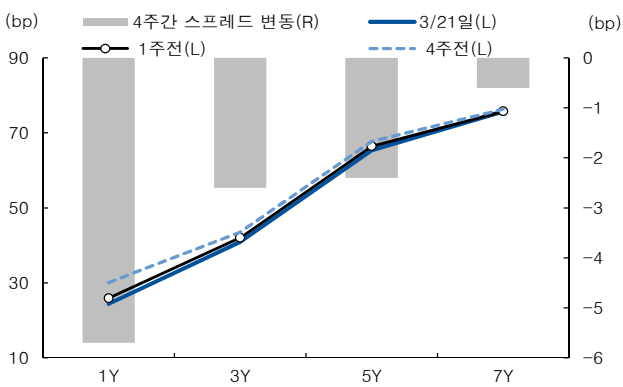


그림 8. 월간 회사채 AA- 스프레드 변화

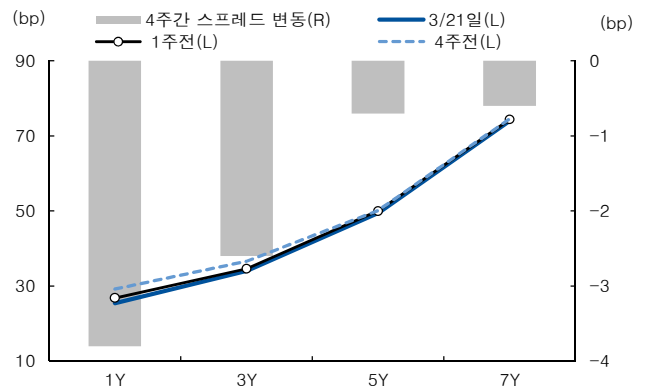


그림 9. 특수채, 금융채 스프레드 추이

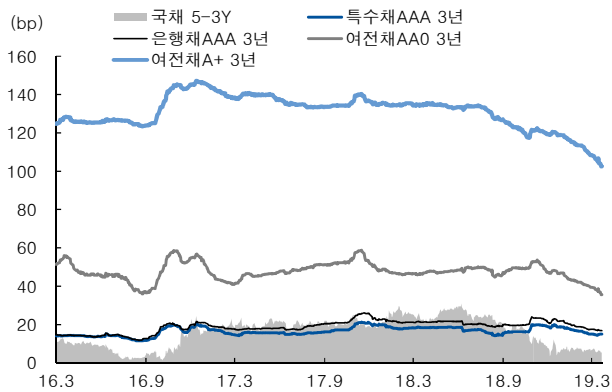


그림 10. 회사채 스프레드 추이

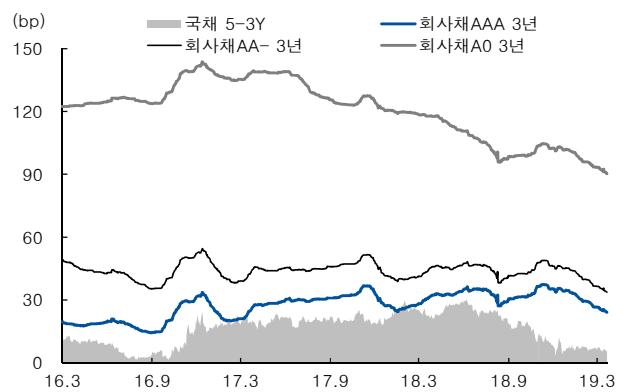


그림 11. 은행채, 특수채, 회사채, 국채 간 스프레드 추이

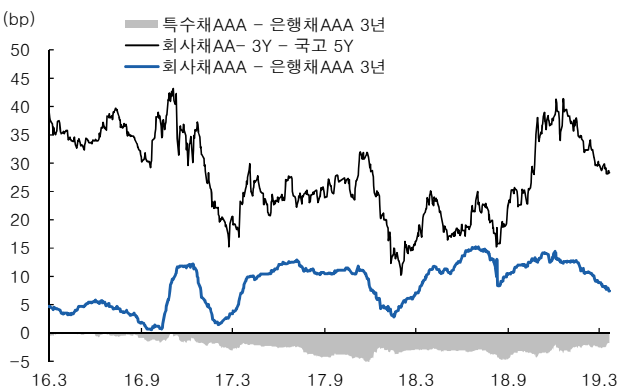
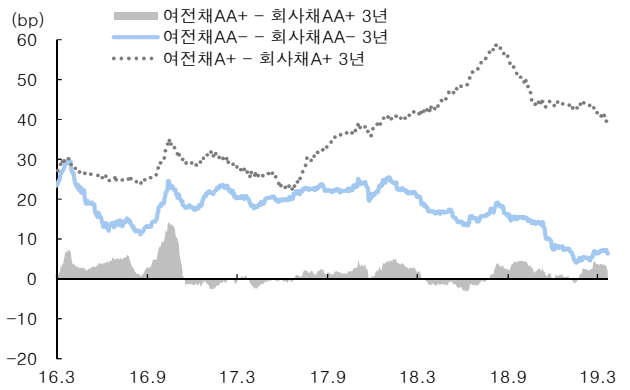


그림 12. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

\$SFEJU *OWFTUNFOU .BQT
(ĐèX v> wxÊñ i‡

·ĐÀÇ üèj " _«;ß

™ L >šD üèj " _«;ß 1 ' 3 ³¿þŠ î-Cü ´; : %Ž;"
: ìD ûJ8 :®°lî Ø±Àx &°Ø;D ø2¿l S»ÑE ~—x5ý Â ÂÀ²
é¬aÑ ...à > d,;À² š x5ý «7 £>IJl Ê¤ç î-Cü :
‡ Œ¬8 ÑØîî àž d,;D Sèlì bÝ 3 \$ç à d, 3 à d, 5ý
d, 3 d, ý ®SpÓî

W'ù ¾xûJ+7 ·ĐÀÇ 1 ' ´; : %Ž;" : lî
Ò? 1 ' Â î-Cü ûJ+ vI

± RRûû Â lWxYÁx ÊÖþÑ (: ± ´; :x < >´Š
± %Ž;" :x @è5ý Ø; ÊÖþÊ ñ>...¹ ûJ v' ± ûJ+Š²L Òy Ly Ø;ý ...'; GP
W ·ĐÀÇ ;²-Ã

Ò? . . 8 ¾x ûJ+ Ò? " _«;ß ÚJ Â Sèlì vI

섹터별 발행 현황

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

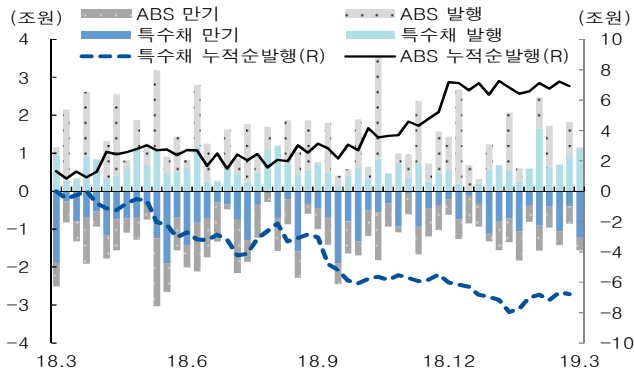


그림 17. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

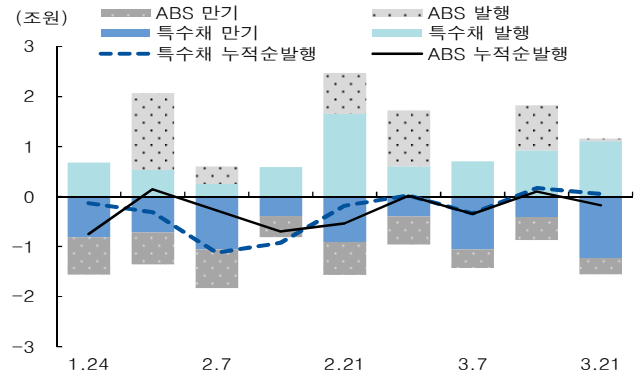


그림 18. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

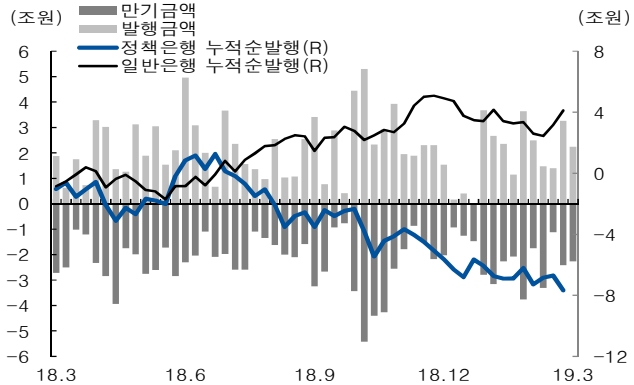


그림 19. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

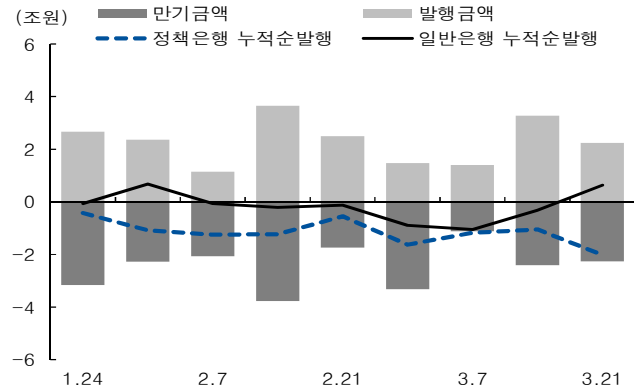


그림 20. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

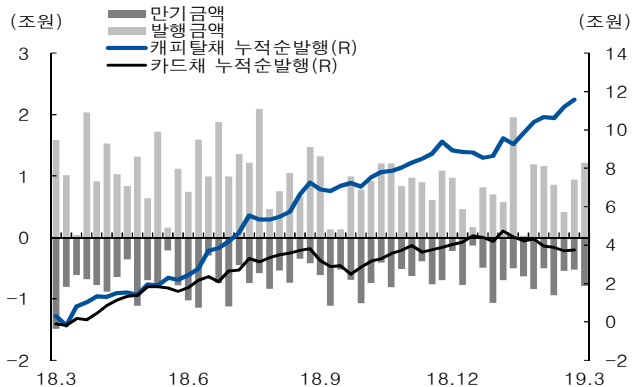


그림 21. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

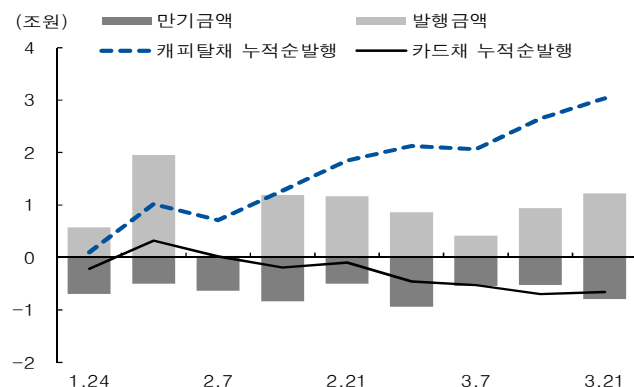


그림 22. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

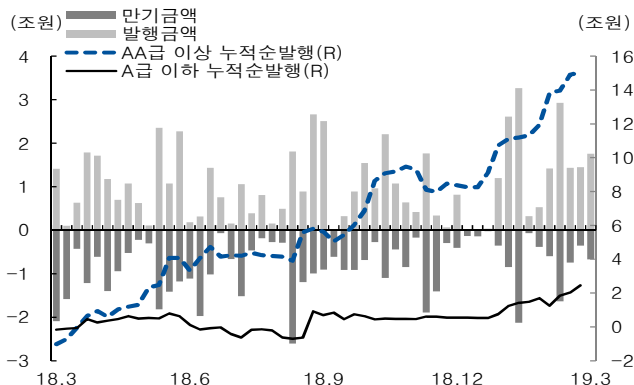
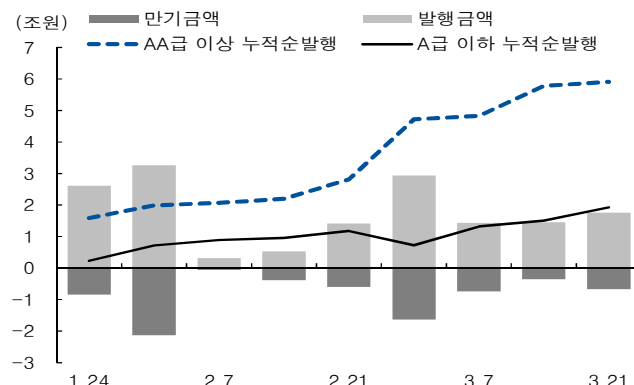


그림 23. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)



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.