

[신용분석]

이경록
 02-3774-1808
 kyoungrok.lee@miraeasset.com

안주영
 02-3774-1995
 juyeong.ahn@miraeasset.com

Credit Investment Maps

건설채, 너무 걱정하지 말아요

국내 미분양 늘고 있지만 실적 감소는 슬로우 할 것

지방에 미분양이 적체되고 있고 올해 들어서는 경기권 일부 지역도 미분양이 순증하는 모습. 다만 서울을 중심으로는 무순위청약을 통해 잔여물량이 소화됨으로써 전반적인 미분양세대 증가가 위협적이지는 않음

건설사들의 PF보증채무도 큰 폭으로 축소되었고 미분양에 따른 현금흐름 부담을 건설사와 증권사가 부담하게 됨으로써 금융위기 당시보다 건설사의 부담이 상대적으로 크게 감소. 해외부문의 실적회전과 국내 주택부문의 연착륙 가능성을 고려할 때 건설채의 투자매력은 여전히 유효하지만 사업 불확실성이 높아진 만큼 단기적인 관점에서 접근하는 것이 합리적

섹터별 발행현황

모처럼 은행채 순발행은 1.5조원을 상회했지만 이는 특수은행에 기인. 일반은행 순발행은 4월 중순 이후 하향세가 지속. 올해 상반기 A급 회사채 순발행은 2009년 상반기 이후 최고치를 기록할 것으로 전망. 6/12일 기준 CD 잔액은 16.1조원으로 사상 최대치. 국민은행은 6월에만 6,500억원에 달하는 CD 순발행을 기록 중

신용스프레드 및 투자전략

국고금리가 가파르게 하락하는 동안 크레딧 금리가 하락분을 반영하지 못하면서 크레딧 스프레드는 일시적으로 확대. 다만 여전채 A등급은 강세를 시현했고 회사채 A등급도 선방

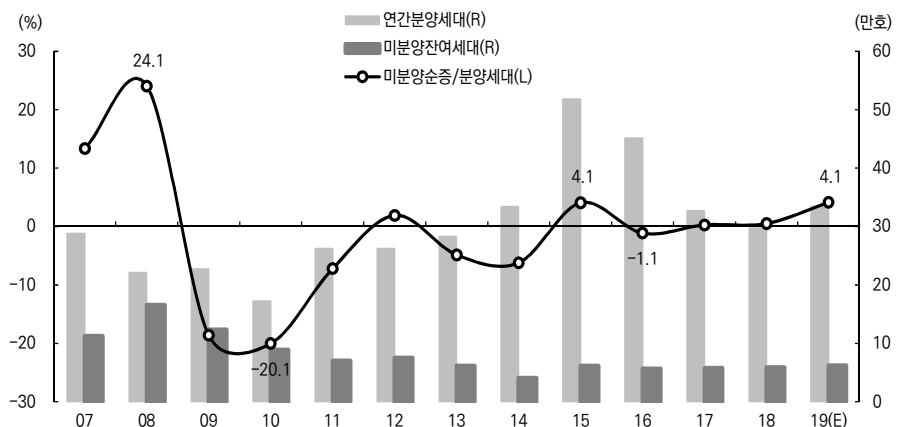
글로벌 금리는 미 연준위원들의 금리인하의 가능성을 높이는 발언으로 연중 저점에서 회복하지 못했고 국내 금리는 한은 총재의 금리인하 가능성 시사로 큰 폭으로 하락

경기여건이 악화되면서 캐피탈사에 대한 자산건전성 우려가 높아지고 있지만 A급 캐피탈채와 상대적으로 약세를 보이고 있는 AA급 캐피탈채에 대해서도 저가 매수적 관점에서 대응할 필요. 캐피탈사의 실적은 항상 우려보다 좋은 흐름을 보여왔고 시중금리 하락으로 조달비용이 낮아지는 긍정적인 면도 있기 때문

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오 2호

2018.3.2 이후 미래에셋대우P/F 9.63% > 국채5Y 7.0% > 회사채AA-3Y 5.08%

Key Chart: 아파트 분양물량 및 미분양잔여세대 추이



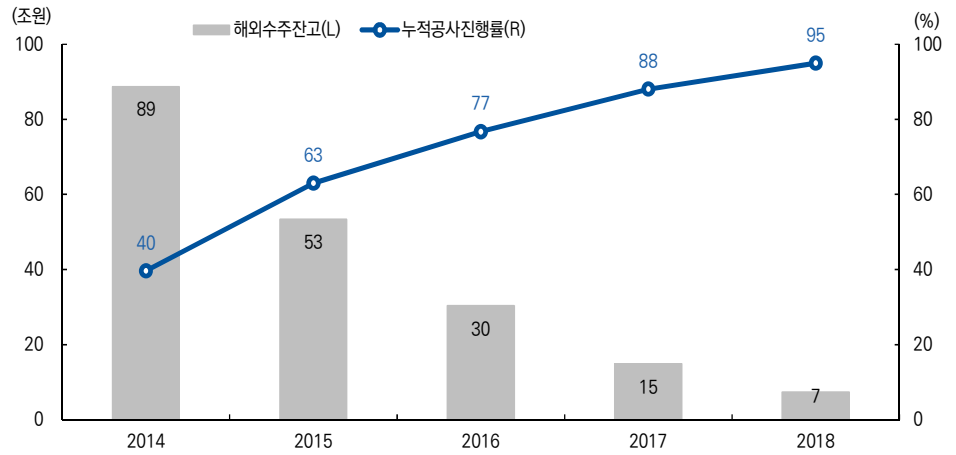
주: 19년 연간분양세대는 추정치이며, 미분양잔여세대는 4월말 기준으로 미분양순증/분양세대 값은 1-4월까지 구간 값임
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

건설사, 해외 손실위험 대폭 감소

2010년 이후 건설사 어닝쇼크의 주범이었던 해외공사의 손실위험이 대폭 감소한 것으로 파악된다. 특히 2014년 이전에 공격적으로 수주했던 해외공사의 수주잔고는 2018년 말 기준 7조원을 기록하고 있어 2014년 말 89조원에 비해 큰 폭으로 감소하였다. 누적공사진행률도 2014년 당시 40%에서 95%로 높아졌다는 것은 이미 준공이 완료되었거나 막바지에 다다른 사업장이 많아 추가 손실위험이 낮아진 것으로 해석할 수 있다.

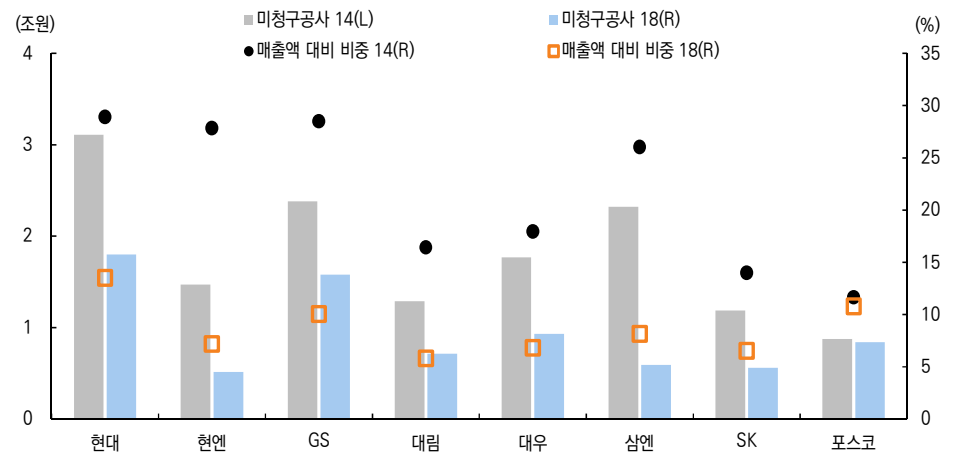
수주잔고가 줄었다는 것은 그만큼 매출인식을 했다는 것인데 미청구공사 규모도 줄었다는 점을 연관해서 보면 현금회수를 동반한 매출인식이었던 것으로 추정된다. 주요 건설사의 미청구공사 규모는 2014년 당시 14.4조원에서 18년말 7.5조원으로 절반 가까이 줄었고 매출액 대비 미청구공사 비중도 동 기간 21%에서 9%로 하락해 손실흡수력이 향상되었다.

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



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

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



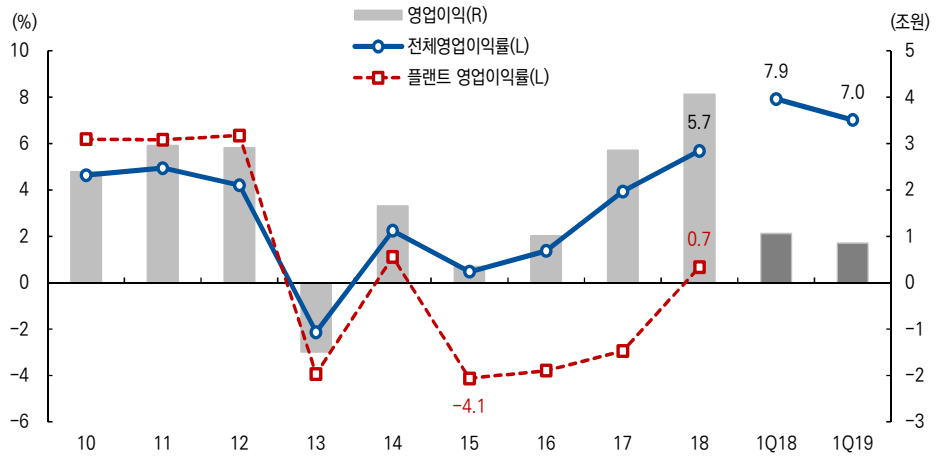
자료: 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

국내 미분양 늘고 있지만 실적 감소는 슬로우 할 것

해외물량이 다수 포진된 플랜트 부문의 영업이익률이 가시적으로 개선되고 있는데 주요 대형 건설사 기준으로 2018 년에 0.7% 흑자전환에 성공했다. GS 건설의 상반기 손실총당금 환입의 영향이 컸지만 여타 건설사들의 플랜트 이익률도 개선 또는 흑자전환 추세를 보였다.

호황을 누렸던 국내 주택부문은 가계대출 및 부동산 규제의 영향으로 수익성이 다소 낮아지고 있지만 급격한 실적둔화로 이어지지는 않고 있다. 19년 1분기 실적은 전년 동기 대비 영업이익과 영업이익률 모두 소폭 감소(하락)하는 모습을 나타냈다.

그림 3. 주요 건설사 연도별 수익성 추이

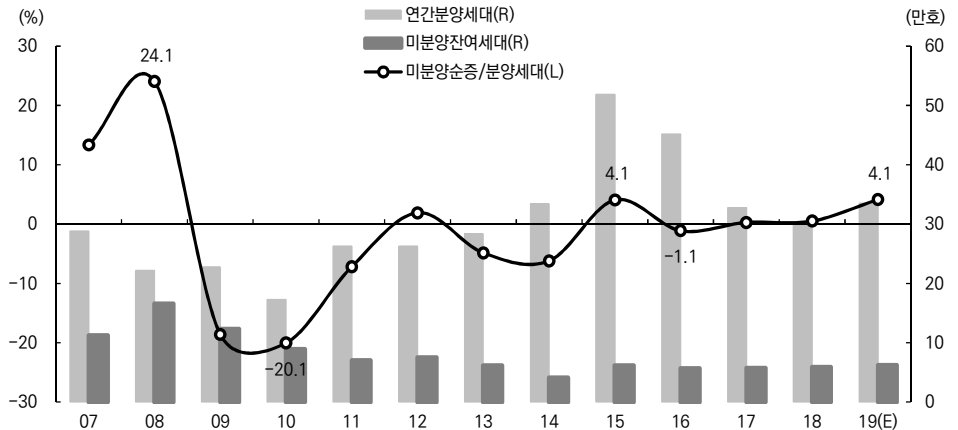


주: 1) 2019년 1분기 실적은 현대, GS, 대림, 대우, 삼엔 등 5개사 잠정 실적 공시 기준. 2) 플랜트부문 영업이익률은 일부 추정치 사용
자료: 현대, GS, 대림, SK, 대우, 삼엔, 포스코 등 7개사 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

19년 연간분양세대는 17~18년과 유사한 수준을 보일 것으로 보여 매출둔화가 가파르지 않을 것으로 전망된다. 지방에 미분양이 적체되고 있고 19년 들어서는 경기권 일부 지역도 미분양이 순증하는 모습이 나타나고 있으나 서울을 중심으로는 무순위청약을 통해 잔여물량이 소화됨으로써 전반적인 미분양세대 증가가 위협적이지는 않다.

전국 아파트 미분양잔여세대는 19년 4월 기준으로 6만 2천 세대로 18년말 대비 약 3,200세대 순증했다. 19년 4월까지 미분양잔여세대 순증분을 동 기간 분양세대로 나눠보면 4.1%인데 100세대를 연간분양한다면 4.1세대 정도가 미분양잔여세대 순증으로 나타난다는 의미다. 금융위기 직후였던 08년에는 24%로 그 비율이 매우 높았었다.

그림 4. 아파트 분양물량 및 미분양잔여세대 추이



주: 19년 연간분양세대는 추정치이며, 미분양잔여세대는 4월말 기준으로 미분양순증/분양세대 값은 1~4월까지 구간 값임
자료: 미래에셋대우 리서치센터

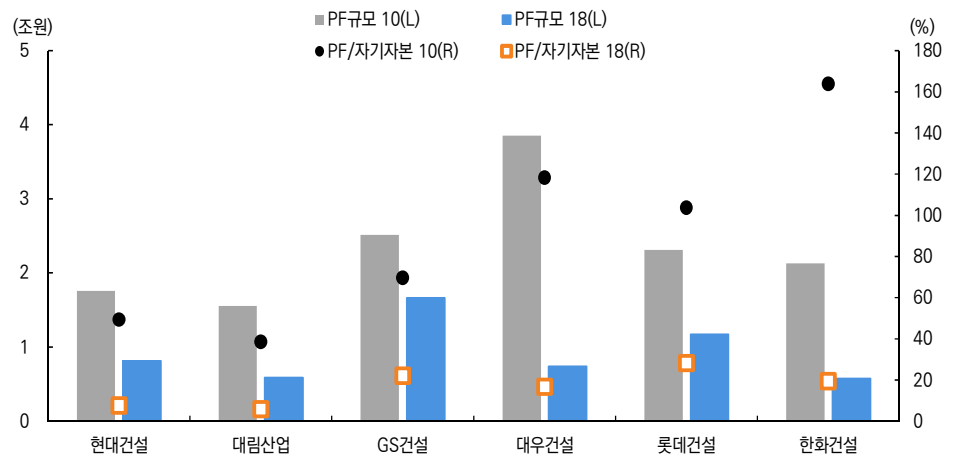
PF 우발채무 줄어 미분양에 따른 현금흐름 압박감은 과거보다 낮아져

국내 분양시장의 호조에 힘입어 건설사들의 PF 보증채무 규모도 큰 폭으로 축소되었다. 아래 주요 건설사의 단순 평균 PF 규모는 10 년말 2.4 조원에서 18 년말 9 천억원으로 축소되었다. 자기자본 대비 PF 비중으로는 동 기간 91%에서 17%로 대폭 하락하여 자본완충력이 개선되었다.

건설사의 분양세대가 금융위기 직전보다 많았음에도 불구하고 PF 규모가 적은 것은 2014 년 이후부터 증권사를 위시한 금융기관들이 PF 보증사업을 확대한 것이 원인으로 분석된다. 결과적으로 미분양에 따른 현금흐름 압박감은 건설사와 증권사가 나누어 부담하게 됨으로써 금융위기 당시보다 건설사의 부담이 상대적으로 크게 줄게 되었다. 다만 19년 들어 미분양이 늘고 있으므로 개별 건설사의 매출채권 회수율의 유의미한 변화를 추적 관찰할 필요성은 생겼다.

해외부문의 리스크 감소와 국내 주택부문 실적의 연속적 가능성을 고려할 때 건설채의 투자매력은 여전히 유효하다. 그런데 과거보다 절대금리 매력에 감소하였고 장기적으로 사업 불확실성이 높아진 만큼 단기적인 관점에서 접근하는 것이 합리적이다.

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



자료: 사업보고서(별도), 미래에셋대우 리서치센터

회사채 수요예측/신용등급

OCI 의 1,000 억원 모집에 유효수요는 1,430 억원에 그치며 다소 저조한 유효경쟁률을 기록했다. 그럼에도 불구하고 동사는 500 억원을 추가로 증액 발행기로 결정했다. 이러한 배경에는 폴리실리콘 가격 하락에 기반한 베이직 케미칼 사업부문 적자와 2018 년 4/4 분기부터 저조한 수익성을 기록하고 있는 카본 케미칼 사업부문이 주된 원인으로 파악된다. 중국이 태양광 보조금 정책을 재개하는 점은 고무적이거나 공급과잉 구조가 지속되고 있어 폴리실리콘 가격이 유의미한 수준으로 개선되기까지는 시일이 소요될 것으로 예상된다.

그림 6. \$8/kg 까지 내려온 폴리실리콘 가격

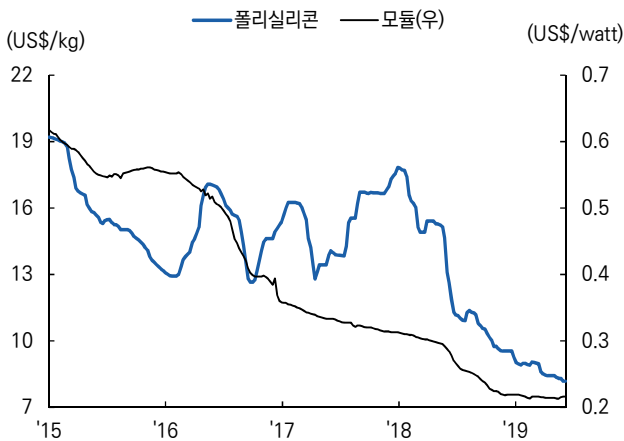
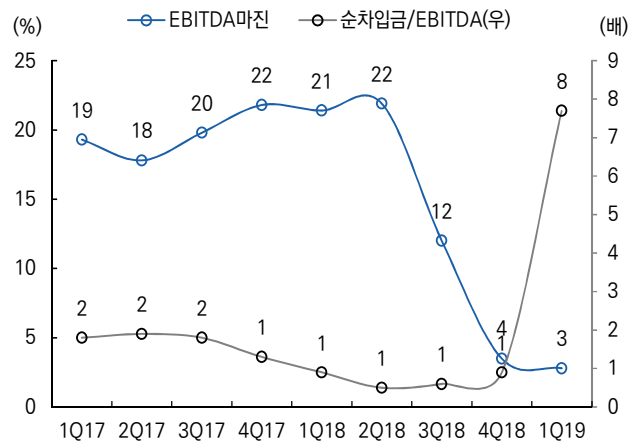


그림 7. OCI 1분기 실적 저조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

주: 별도기준 자료:미래에셋대우 리서치센터

동사의 1 분기 매출액(연결)은 6,418 억원으로 전년동기대비 2,000 억원 이상 감소했고 영업이익도 적자전환 했다. 올해 1 분기 EBITDA 마진(연결)과 순차입금/EBITDA(연환산 값)은 각각 6.7%, 4.0 배를 기록하고 있어 한신평이 제시하고 있는 하향트리거에 부합하고 있다. 한기평도 순차입금/EBITDA(별도) 3 배 초과를 하향트리거로 제시하고 있는데 이 또한 부합하는 상황이다. 나신평의 경우에는 EBITDA 마진(연결) 10% 하회, 순차입금의존도(연결) 30% 상회 시 하향조정 검토를 예고했는데 1 분기 EBITDA 마진은 전년동기대비 15.6%p 감소한 5.8%로 하향 트리거에 부합하고 있다. (*신평사별로 EBITDA 산출 방법이 다르기 때문에 EBITDA 마진도 상이)

한편 넥센타이어 5 년물에는 4,600 억원의 유효수요가 몰리면서 유효경쟁률은 9 배를 상회하는 등 기관투자자들의 뜨거운 참여를 확인할 수 있었다.

한신평에서 신세계조선호텔과 대보건설의 아웃룩을 '부정적'으로 하향조정했고 한기평은 하이트진로의 아웃룩을 '부정적'으로 강등했다.

표 1. 회사채 수요예측 현황

(억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액/ 예정금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요예측일	발행일	발행목적
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
롯데제과	AA0	800	3Y	등급민평3년	-20	15	-8	-	6/4	6/13	운영 800
롯데제과	AA0	400	5Y	등급민평5년	-20	15	-9	-	6/4	6/13	운영 400
SK종합화학	AA0	900	3Y	개별민평3년	-15	15	-1	-	6/4	6/13	운영 400, 차환 500
SK종합화학	AA0	700	5Y	개별민평5년	-15	15	-1	-	6/4	6/13	차환 700
SK종합화학	AA0	1,500	7Y	개별민평7년	-15	15	-3	-	6/4	6/13	운영 1,200, 차환 300
SK종합화학	AA0	1,900	10Y	개별민평10년	-15	15	-10	-	6/4	6/13	운영 1,900
LS	A+	1,200	3Y	개별민평3년	-20	15	-25	-	6/5	6/13	차환 1,000, 운영 200
LS	A+	800	5Y	개별민평5년	-20	15	-36	-	6/5	6/13	차환 600, 운영 200
대우건설	A-	1,000	2Y	고정	3.50%	3.90%	2.65%	-	6/5	6/14	운영 1,000
KB증권	AA0	1,000	3Y	개별민평3년	-10	10	0	-	6/5	6/14	운영 1,000
KB증권	AA0	1,500	5Y	개별민평5년	-10	10	1	-	6/5	6/14	운영 1,500
OCI	A+	900	3Y	개별민평3년	-15	15	15	50	6/10	6/18	차환 600, 운영 300
OCI	A+	600	5Y	개별민평5년	-15	15	15	20	6/10	6/18	차환 400, 운영 200
넥센타이어	A+	1,000	5Y	개별민평5년	-15	15	-19	-	6/11	6/18	차환 1,000
두산	BBB+	530	2Y	개별민평2년	-40	0	-50	-	6/11	6/18	차환 530
케이디비생명보험	A+	900	NC5	고정	4.50%	4.90%	발표전	발표전	6/12	6/21	운영 900
에스코홀딩스	AA0	500	3Y	등급민평3년	-20	15	발표전	발표전	6/12	6/21	차환 500
호텔롯데	AA0	400	3Y	개별민평3년	-20	15	발표전	발표전	6/13	6/21	운영 400
호텔롯데	AA0	400	5Y	개별민평5년	-20	15	발표전	발표전	6/13	6/21	운영 400
호텔롯데	AA0	300	10Y	개별민평10년	-20	10	발표전	발표전	6/13	6/21	운영 300
수요예측 예정기업											
CJ헬스케어	A-								6/18		
동원산업	AA-								6/20		
사조산업	A-								6/20		
팬오션	A-								6/20		
한온시스템	AA0								6/20		

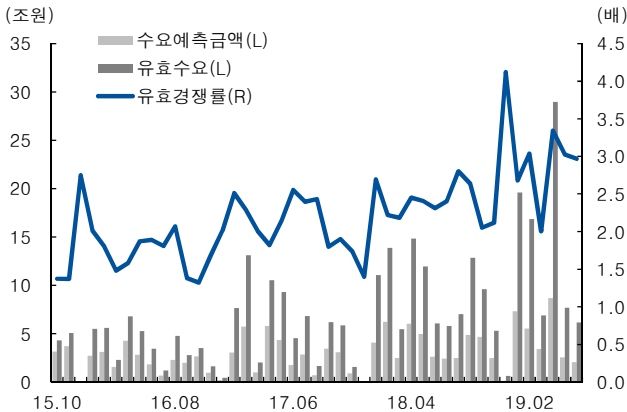
주: 수요예측일과 발행금액은 변경될 가능성이 있음 주2: 볼드체 처리는 증액된 금액 / 이탤릭 볼드체 처리는 감액된 금액 주3: 유효등급 기준 주4: 미매각=실제발행금액-유효수요금액
 자료: 전자공시시스템, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 대표주관 체결기업

회사명	신용등급	수요예측일	체결일	대표주관사
한국자산신탁	A-	6/21	6/3	KB
신한금융지주		6/21	6/3	NH
현대트랜시스	AA-	6/21	6/3	한투/NH
휴비스	A-	6/24	6/5	한투
LG유플러스	AA0	6/24~25	6/5	미래/KB/한투/IBK/NH/신한
토지지원리츠제2호위탁관리부동산투자회사		7/22~24	5/31	NH

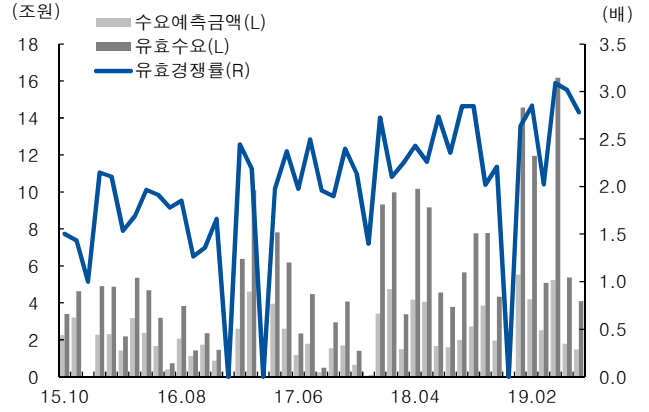
주: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일과 신용등급은 변경될 가능성이 있음 주2: 유효등급 기준
 자료: 금융투자협회, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 회사채 유효경쟁률 추이 (전 등급)



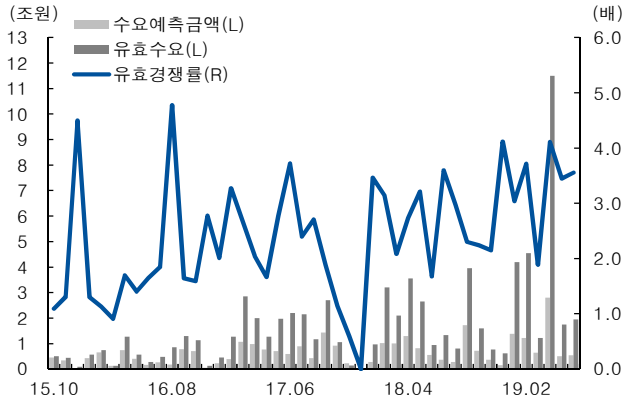
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 회사채 유효경쟁률 추이 (AA등급 이상)



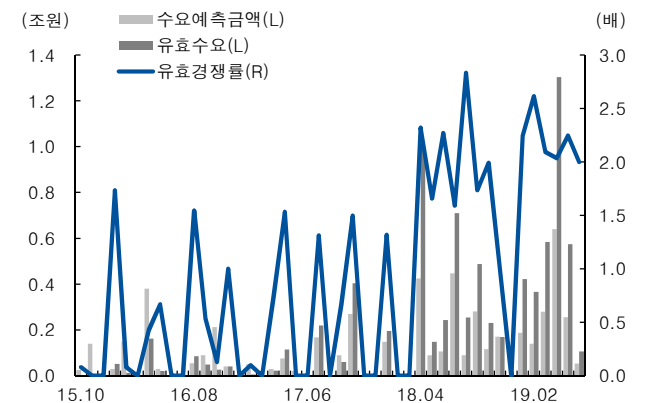
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 회사채 유효경쟁률 추이 (A등급)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 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	신세계조선폰텔	2019.06.10	A0/S	A0/N	한신평	면세사업 매각에도 신규 호텔의 영업부진으로 영업적자가 지속
등급전망 하락	대보건설	2019.06.11	BBB0/S	BBB0/N	한신평	부진한 분양실적으로 선투입 영업자산 회수 불확실성 높아짐
등급전망 하락	현대일렉트릭엔에너지시스템	2019.06.11	A-/S	A-/N	한기평	영업실적 부진 지속될 전망. 수익성 저하, 투자부담 확대 등으로 재무안정성 저하 전망
신용등급 하락	삼화페인트공업	2019.06.12	A-/N	BBB+/S	한기평	고부가제품 마진 축소, 업계 내 가격 경쟁 등으로 수익성 하락세가 지속
신용등급 상승	아주캐피탈	2019.06.12	A0/P	A+/S	한기평	우수한 자산건전성을 유지하는 가운데 안정적인 자산성장 이루어지고 있음
등급전망 하락	하이트진로	2019.06.13	A0/S	A0/N	한기평	맥주부문 손실 확대로 수익성이 하락했고 영업실적 회복 여부에 대한 불확실성 높음
등급전망 하락	하이트홀딩스	2019.06.13	A-/S	A-/N	한기평	주력 사업자회사인 하이트진로의 등급전망이 부정적으로 강등

주: BBB급 이상만 취급 주2: 단기, 보증채 및 후순위채 신용등급은 배제

자료: 한국신용평가, 나이스신용평가, 한국기업평가, 미래에셋대우 리서치센터

BIR(Bond Implied Rating): 채권내재등급. 신평사들의 방법론에 근거해 산출한 신용등급이 아니라 채권 평가수익률에 기초한 신용등급. 예를 들어 A기업의 적용등급은 AA+이나 실제로 시장에서 거래되는 금리 레벨이 AA0일 경우 채권내재등급은 AA0으로 판단. 시장에서는 최종신용등급 조정의 선행 지표로 인식되고 있음. 다만 중단기적으로 발행이 없었거나 유통 종목 수가 낮은 발행사를 평가할 때는 부적합 할 수 있음.

표 4. BIR 등급 현황

회사명	채권등급	등급판정일	BIR 등급	등급판정일
BIR 등급이 신용등급을 상회하고 있는 발행사				
넥센타이어	A+	2019.05.28	AA+	2019.06.05
대성홀딩스	A+	2018.06.29	AA+	2019.06.05
해태제과식품	A-	2019.06.05	A0	2019.06.05
SK	AA+	2019.05.22	AAA	2018.09.06
현대엘리베이터	A-	2018.06.26	AA0	2019.06.05
LG전자	AA0	2019.04.29	AAA	2019.02.22
현대제철	AA0	2018.06.28	AA+	2018.08.31
SK에너지	AA+	2018.04.12	AAA	2018.04.26
S-Oil	AA+	2019.05.24	AAA	2018.01.25
LG유플러스	AA0	2018.06.25	AAA	2019.01.28
SK에너지	AA+	2018.04.12	AAA	2018.04.26
KB캐피탈	AA-	2019.04.25	AA0	2017.11.21
하나캐피탈	AA-	2019.04.25	AA0	2018.06.26
BIR 등급이 신용등급을 하회하고 있는 발행사				
호텔롯데	AA0	2018.05.25	AA-	2017.08.01
한국항공우주	AA-	2018.12.07	A0	2019.06.04
SK해운	BBB+	2018.12.28	BBB0	2016.11.02
강원도개발공사	AA+	2019.04.25	A+	2018.01.15
LG디스플레이	AA-	2019.04.17	A+	2019.02.18
한국광물자원공사	AAA	2019.04.23	AA+	2018.07.03
하나금융투자	AA0	2019.05.31	A+	2019.06.03
BNK금융지주	AAA	2019.05.14	AA-	2018.02.08
포스코에너지	AA-	2019.04.25	A+	2017.07.27
연합자산관리	AA0	2019.05.27	AA-	2017.03.03
평택도시공사	AA0	2019.06.04	A+	2019.03.08
DGB금융지주	AAA	2019.05.22	AA0	2017.02.10
한화에어로스페이스	AA-	2019.04.15	A+	2015.12.02

주: 전체 리스트 중 일부 주요 발행사만을 나타내고 있음
 자료: NICE Pricing & Information, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. BIR/AR Matrix 분석

구분		2019년 초 기준										구분		2019.06.07 기준									
		BIR 등급												BIR 등급									
		AAA	AA+	AA0	AA-	A+	A0	A-	BBB+	BBB0	BBB-			AAA	AA+	AA0	AA-	A+	A0	A-	BBB+	BBB0	BBB-
채권 등급	AAA	49	4	1	1	0	0	0	0	0	0	AAA	49	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0
	AA+	13	20	6	4	1	0	0	0	0	0	AA+	13	21	5	2	2	0	0	0	0	0	0
	AA0	6	8	9	15	3	0	0	0	0	0	AA0	10	8	9	6	7	0	0	0	0	0	0
	AA-	2	12	16	15	12	0	0	0	0	0	AA-	8	12	15	15	6	2	0	0	0	0	0
	A+	0	5	7	8	13	3	0	0	0	0	A+	2	8	7	11	8	3	0	0	0	0	0
	A0	0	1	0	5	8	9	9	0	0	0	A0	0	1	2	4	5	17	5	0	0	0	0
	A-	0	0	0	1	2	9	20	4	1	0	A-	0	0	1	1	2	6	18	3	1	0	0
	BBB+	0	0	0	0	0	1	0	6	2	1	BBB+	0	0	0	0	0	0	2	9	2	1	0
	BBB0	0	0	0	0	0	0	2	3	1	0	BBB0	0	0	0	0	0	1	2	3	0	0	0
	BBB-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	BBB-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: NICE Pricing & Information, 미래에셋대우 리서치센터

신용스프레드 및 투자전략

금주에는 국고금리가 가파르게 하락하는 동안 크레딧 금리가 하락분을 반영하지 못하면서 크레딧 스프레드가 일시적으로 꽤 확대되었다. 하지만 여전채 A등급은 강세를 시현했고 회사채 A등급도 비교적 선방하는 모습을 보였다. AA급 여전채의 상대적 약세는 금주에는 그 강도가 약해졌다.

글로벌 금리는 미국 주식시장의 반등에도 불구하고 미 고용지표 부진과 미중 무역분쟁의 영향을 우려한 미 연준위원들의 금리인하의 가능성을 높이는 발언 등으로 연중 저점수준에서 회복하지 못하는 모습을 보였다. 국내 금리는 이주열 총재의 금리인하 가능성 발언의 영향으로 연중 저점을 갱신하면서 3년물 금리는 1.50%를 하회할 정도로 큰 폭의 하락세를 나타냈다.

국고금리가 현 수준에서 횡보세를 보이게 되면 크레딧 스프레드는 다시 축소될 것으로 전망한다. AA급 여전채에서 차익실현 욕구가 일부 남아 있고 반기말을 앞두고 스프레드의 확대 가능성도 제기되고 있지만 여전채 매도가격이 약하지 않고 한 단계 레벨다운된 시중금리 하에서 신용스프레드가 재차 강세로 전환될 가능성이 있다.

경기여건이 악화되면서 경기민감업종인 캐피탈에 대한 자산건전성 우려가 높아지고 있다. 하지만 A급 캐피탈 및 상대적으로 약세를 보이고 있는 AA급 캐피탈채에 대해서도 저가 매수적 관점에서 대응할 필요가 있어 보인다. 캐피탈사의 실적은 항상 우려보다 좋은 흐름을 보여왔고 시중금리 하락으로 조달비용이 낮아지는 긍정적인 면도 있기 때문이다.

우리는 A급 채권을 기본적으로 선호하며 저평가 매력이 크거나 등급상향 가능성이 높아 보이는 종목 위주로 크레딧 포트폴리오를 운용하고 있다(크레딧 포트폴리오 2호 참조). 크레딧 5년물 이상 구간과 A급 캐피탈채의 상대적 매력이 높다.

표 6. 주간 크레딧 스프레드 변동 (6월 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	1.481	1.490	1.532	1.614	-0.08	-0.05	-0.03	-0.01	8	4	2	2
특수채	AAA	13	15	12	9	1	1	0	0	5	1	2	1
	AA+	18	20	21	22	1	2	0	0	9	6	2	0
은행채	산금채	12	12	14	11	1	1	0	0	5	6	2	1
	중금채	12	12	15	13	1	1	0	0	6	7	1	1
	은행AAA	16	16	17	17	1	1	0	0	9	5	1	1
	은행AA+	22	24	23	21	1	1	0	0	6	4	1	1
여전채	AA+	25	31	33	37	2	2	1	0	13	7	1	0
	AA0	26	33	48	58	2	2	1	0	18	19	1	0
	AA-	29	40	60	75	2	2	1	0	23	25	1	1
	A+	40	80	108	133	2	-1	-3	-1	33	32	4	0
	A0	59	115	150	167	2	-1	-2	-1	25	40	4	1
회사채	AAA	19	24	22	20	1	2	1	0	5	3	1	0
	AA+	22	26	27	34	1	2	1	0	15	5	1	0
	AA0	25	29	33	49	1	2	1	0	24	8	1	0
	AA-	28	32	44	70	1	2	1	0	34	16	1	0
	A+	34	51	83	110	2	1	0	-1	35	36	1	0
	A0	51	78	124	153	1	1	0	-1	37	51	1	0
	A-	77	122	183	207	2	1	0	-1	32	65	2	0
	BBB+	226	383	398	404	1	1	0	-1	14	19	1	0

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

그림 12. 월간 특수채 AAA 스프레드 변화

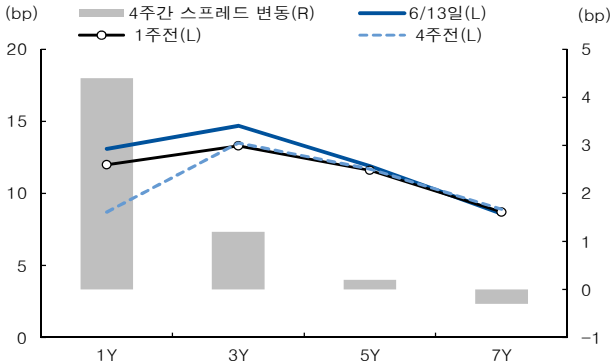


그림 13. 월간 은행채 AAA 스프레드 변화

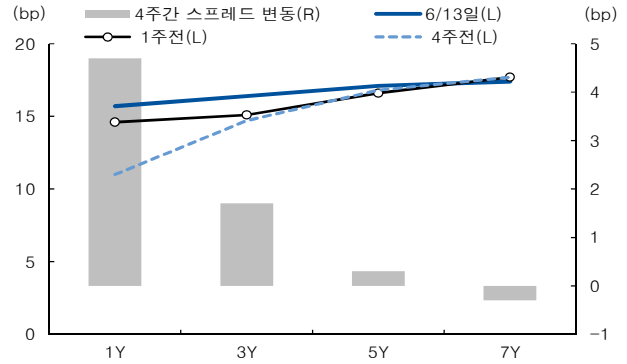


그림 14. 월간 여전채 AA- 스프레드 변화

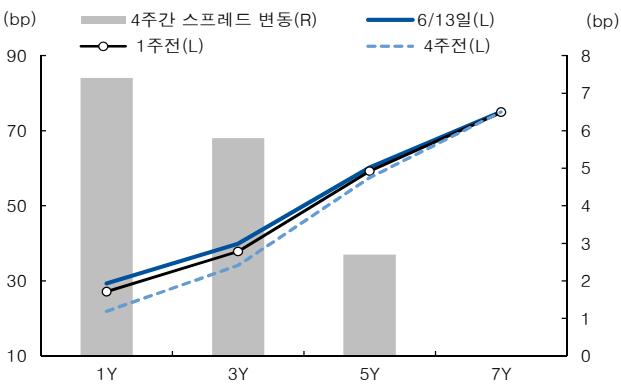


그림 15. 월간 회사채 AA- 스프레드 변화

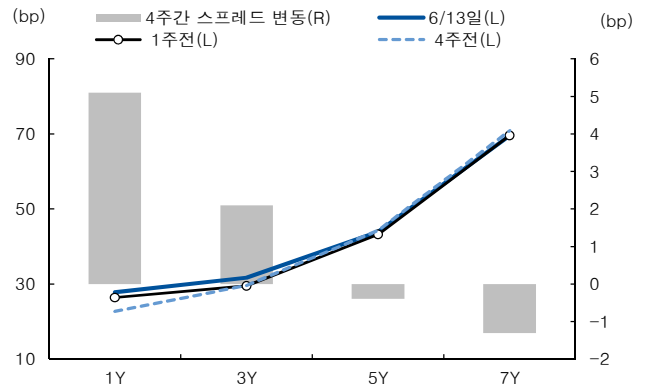


그림 16. 특수채, 금융채 스프레드 추이

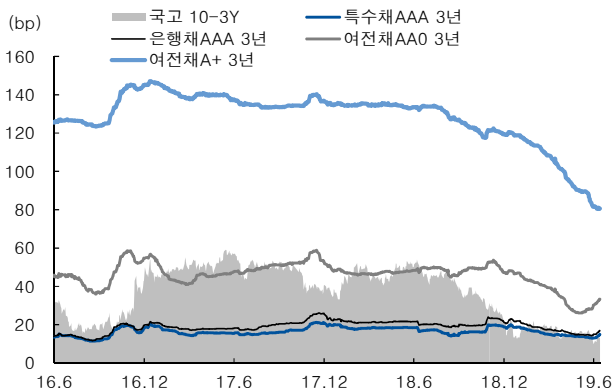


그림 17. 회사채 스프레드 추이

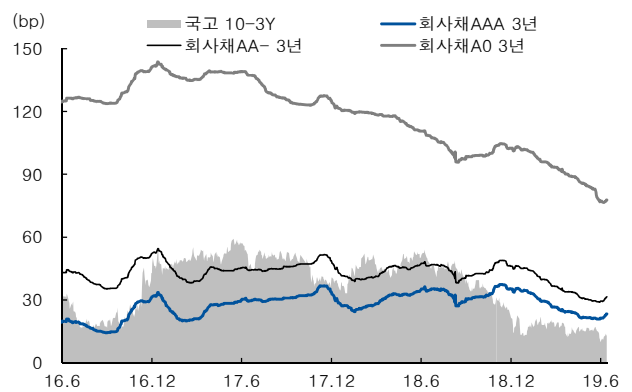
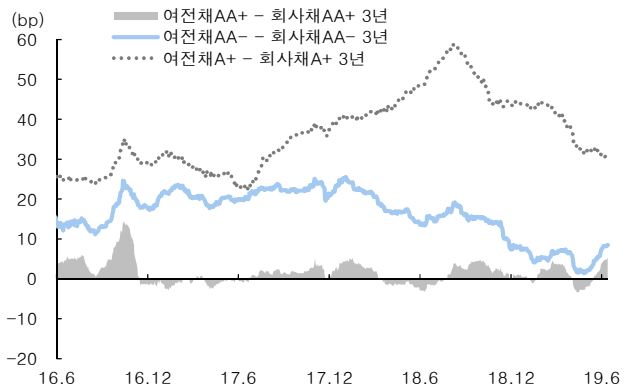


그림 18. 은행채, 특수채, 회사채, 국채 간 스프레드 추이



그림 19. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



자료: 본드웍, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 본드웍, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

보유기간별 수익률

표 7. 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	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
	국채 3Y	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
	여전채AA-3Y	1.31	1.18	1.05	0.91	0.78	0.64	0.51	0.38	0.24
	회사채AA-3Y	1.27	1.14	1.00	0.87	0.73	0.60	0.47	0.33	0.20
	여전채AA-1Y	0.67	0.63	0.60	0.56	0.52	0.48	0.45	0.41	0.37
	회사채AA-1Y	0.67	0.63	0.59	0.55	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37
0.00%	국채 5Y	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
	국채 3Y	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
	여전채AA-3Y	1.05	0.91	0.78	0.64	0.51	0.38	0.24	0.11	-0.02
	회사채AA-3Y	1.00	0.87	0.73	0.60	0.47	0.33	0.20	0.06	-0.07
	여전채AA-1Y	0.60	0.56	0.52	0.48	0.45	0.41	0.37	0.33	0.30
	회사채AA-1Y	0.59	0.55	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37	0.33	0.29
0.10%	국채 5Y	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09
	국채 3Y	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
	여전채AA-3Y	0.78	0.64	0.51	0.38	0.24	0.11	-0.02	-0.16	-0.29
	회사채AA-3Y	0.73	0.60	0.47	0.33	0.20	0.06	-0.07	-0.20	-0.34
	여전채AA-1Y	0.52	0.48	0.45	0.41	0.37	0.33	0.30	0.26	0.22
	회사채AA-1Y	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37	0.33	0.29	0.26	0.22

표 8. 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	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
	국채 3Y	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
	여전채AA-3Y	1.75	1.62	1.50	1.38	1.26	1.14	1.02	0.89	0.77
	회사채AA-3Y	1.66	1.54	1.42	1.30	1.17	1.05	0.93	0.81	0.69
	여전채AA-1Y	1.04	1.01	0.99	0.96	0.94	0.91	0.89	0.87	0.84
	회사채AA-1Y	1.03	1.01	0.98	0.96	0.93	0.91	0.88	0.86	0.83
0.00%	국채 5Y	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74
	국채 3Y	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
	여전채AA-3Y	1.50	1.38	1.26	1.14	1.02	0.89	0.77	0.65	0.53
	회사채AA-3Y	1.42	1.30	1.17	1.05	0.93	0.81	0.69	0.56	0.44
	여전채AA-1Y	0.99	0.96	0.94	0.91	0.89	0.87	0.84	0.82	0.79
	회사채AA-1Y	0.98	0.96	0.93	0.91	0.88	0.86	0.83	0.81	0.78
0.10%	국채 5Y	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
	국채 3Y	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
	여전채AA-3Y	1.26	1.14	1.02	0.89	0.77	0.65	0.53	0.41	0.28
	회사채AA-3Y	1.17	1.05	0.93	0.81	0.69	0.56	0.44	0.32	0.20
	여전채AA-1Y	0.94	0.91	0.89	0.87	0.84	0.82	0.79	0.77	0.74
	회사채AA-1Y	0.93	0.91	0.88	0.86	0.83	0.81	0.78	0.76	0.73

표 9. 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	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
	국채 3Y	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71
	여전채AA-3Y	2.57	2.47	2.37	2.28	2.18	2.08	1.98	1.89	1.79
	회사채AA-3Y	2.44	2.34	2.25	2.15	2.05	1.95	1.85	1.76	1.66
0.00%	국채 5Y	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49
	국채 3Y	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52
	여전채AA-3Y	2.37	2.28	2.18	2.08	1.98	1.89	1.79	1.69	1.59
	회사채AA-3Y	2.25	2.15	2.05	1.95	1.85	1.76	1.66	1.56	1.46
0.10%	국채 5Y	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11
	국채 3Y	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32
	여전채AA-3Y	2.18	2.08	1.98	1.89	1.79	1.69	1.59	1.49	1.40
	회사채AA-3Y	2.05	1.95	1.85	1.76	1.66	1.56	1.46	1.36	1.27

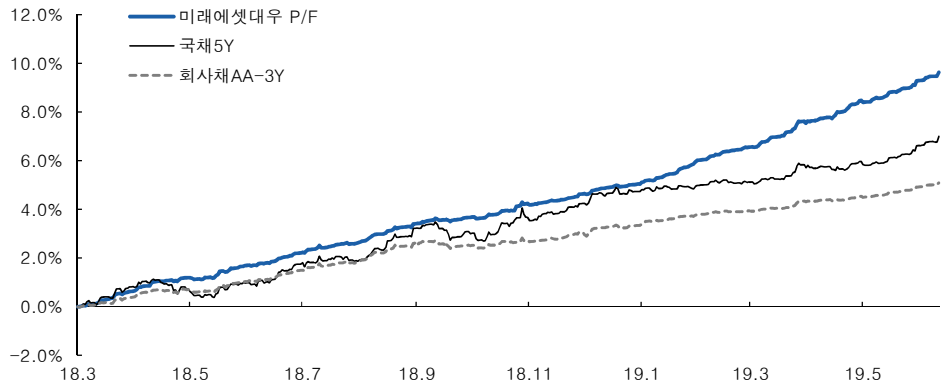
주: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오 2 호

2018년 3월 2일부터 가상의 크레딧 포트폴리오(P/F) 2호를 구성하고 벤치마크(국채5Y, 회사채AA-3Y)와의 수익을 비교중이다. 금주에도 시중 금리의 하락추세가 지속되었음에도 불구하고 주요 종목의 평가이익에 힘입어 듀레이션이 긴 국채와 비슷한 성과를 보였다.

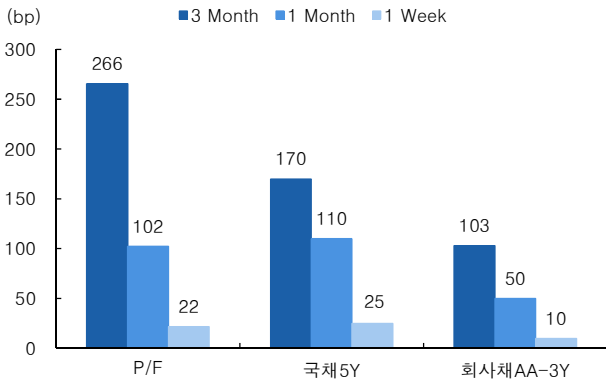
자산별 누적수익률은 미래에셋대우P/F 9.63% > 국채5Y 7.0% > 회사채AA-3Y 5.08%이다.

그림 20. P/F 및 벤치마크 수익률 추이



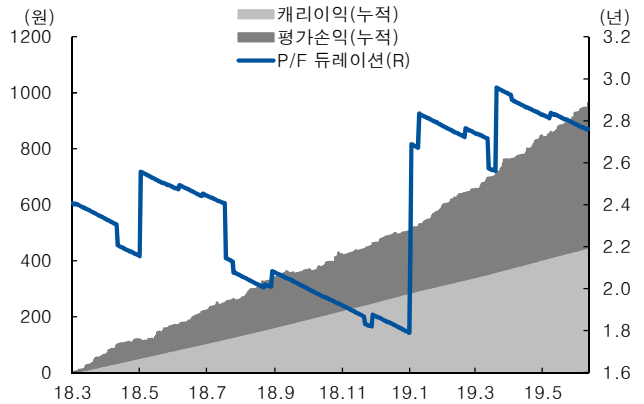
주1: 매매수수료 및 이자소득세는 반영하지 않음, 주2: 국채5Y는 [18-1]국고02375-2303
주3: 회사채AA-3Y는 보간법으로 금리 반영하여 단기계산후 수익 추산, 주4: 수익률은 보고서일 직전 2일전 금리로 계산된 값임
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 3M / 1M / 1W 누적 수익률



주: 포트폴리오 변경은 그 다음주 보고서부터 손익에 반영됨
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 포트폴리오 손익 및 듀레이션 추이



주: 포트폴리오 변경은 그 다음주 보고서부터 그림에 표시됨
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 10. P/F 구성종목 상세내역

편입일	편입비중	종목명	신용등급	매입금리	이표금리	만기일	잔존만기(년)	비고
2018-06-28	10%	아주산업32	A-	4.601%	4.500%	2021-04-16	1.9	
2019-01-03	15%	대한항공82-2	BBB+	4.052%	4.224%	2021-11-23	2.5	
2019-01-03	15%	아주캐피탈366	A+	3.017%	3.192%	2023-11-13	4.4	
2019-01-03	15%	애큐온캐피탈125	A0	3.492%	3.472%	2022-06-17	3.0	
2019-03-21	15%	한화건설100	BBB+	3.374%	3.410%	2021-03-07	1.8	
2019-03-21	15%	롯데건설132-2	A0	3.385%	3.406%	2024-03-12	4.8	
2019-04-04	15%	포스코건설54	A0	2.673%	4.206%	2021-05-02	1.9	

주: 1) 포트폴리오의 변경은 그 다음주부터 손익 및 수익률, 듀레이션에 반영됨 2) 가중평균 잔존만기 2.94년, 가중평균 듀레이션 2.78년
자료: 미래에셋대우 리서치센터

섹터별 발행 현황

그림 23. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

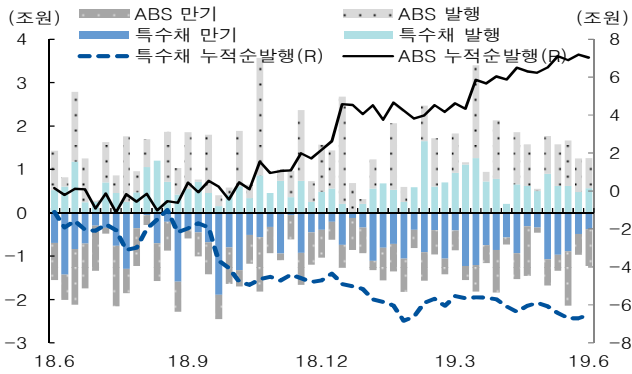


그림 24. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

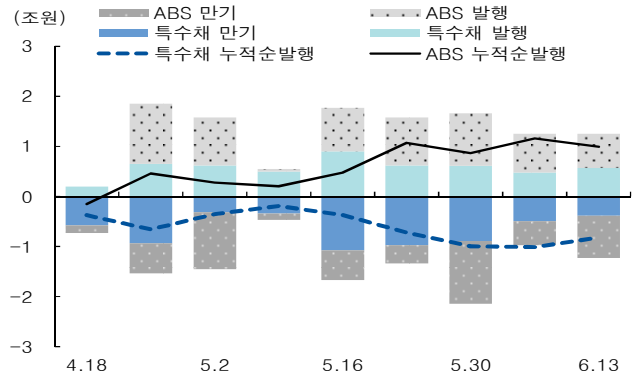


그림 25. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

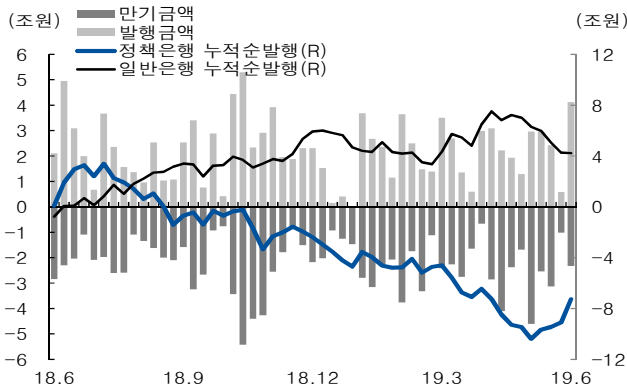


그림 26. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

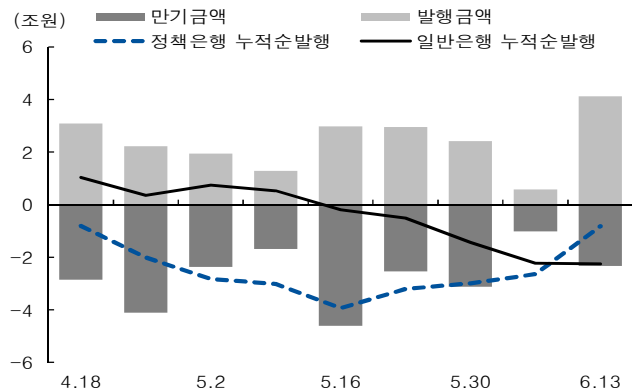


그림 27. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

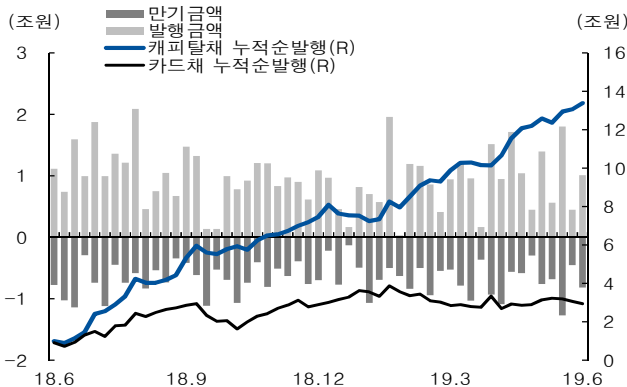


그림 28. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

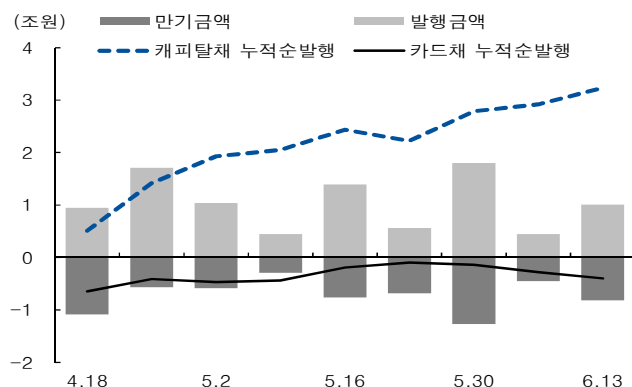


그림 29. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

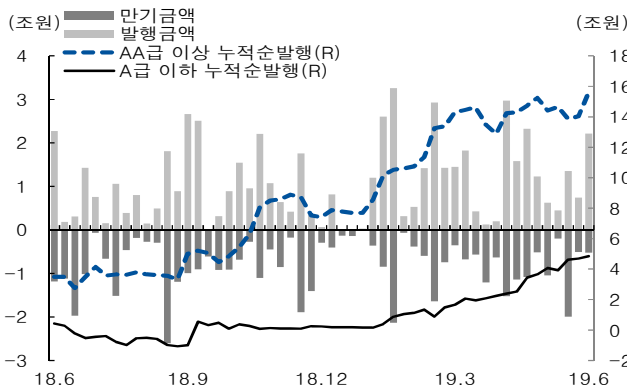
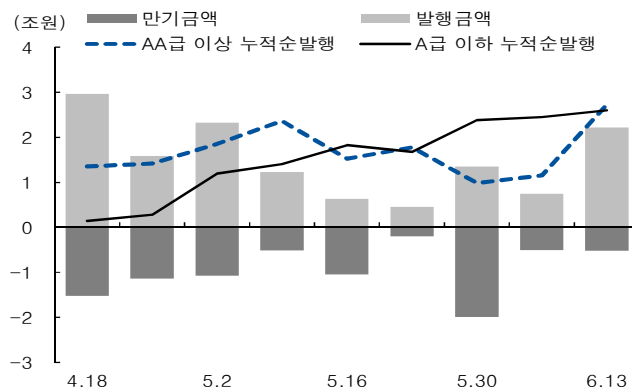


그림 30. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)



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.