

## 2018년 하반기 크레딧 전망

# A등급, 가즈아!

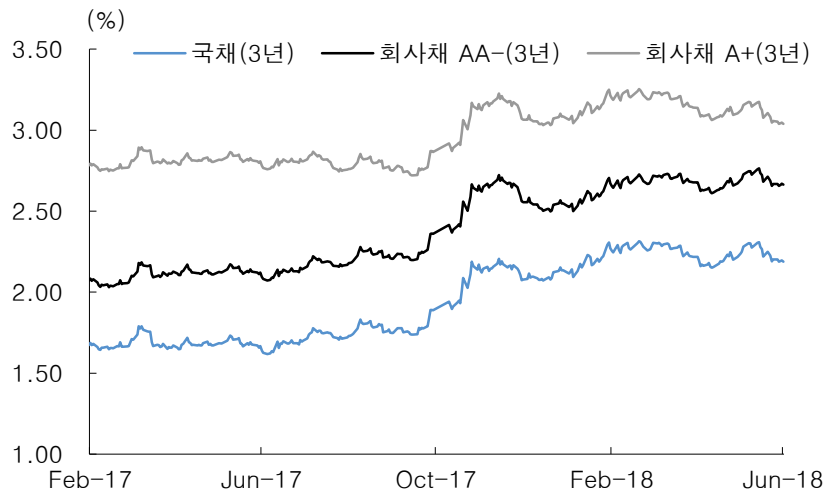
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

김기명  
kmkim@truefriend.com

# 최근 크레딧 채권시장 동향

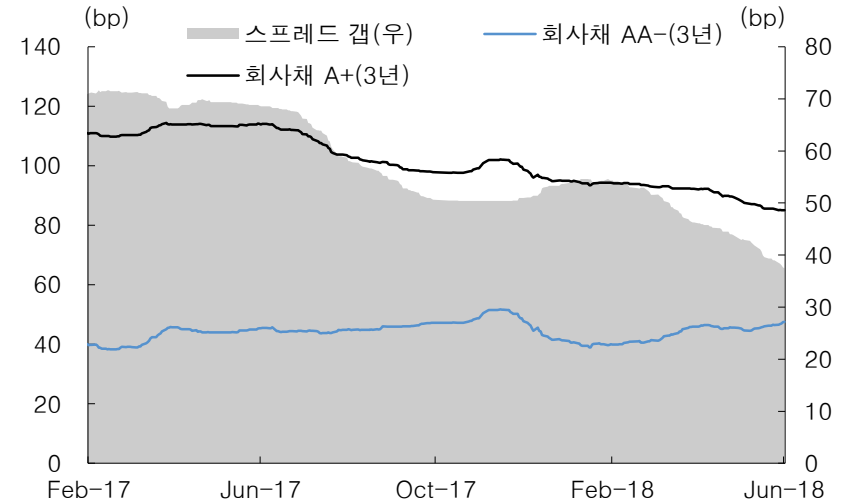
- 연내 기준금리 1회 인상으로 시장 컨센서스가 후퇴하면서 낮아진 금리 레벨에서 시장 변동성 제한된 흐름
- 지표금리 하락과 스프레드 축소로 일부 A급 크레딧 채권까지 가격부담 느끼게 된 상황이나, 변동성이 제한된 시장 환경하에 여전히 캐리투자 수요는 견조한 편
- 환헤지 비용 증가에 따른 해외채권 수요의 국내채권 대체도 크레딧 채권 수요를 지지

국고채 및 회사채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

회사채 스프레드 추이

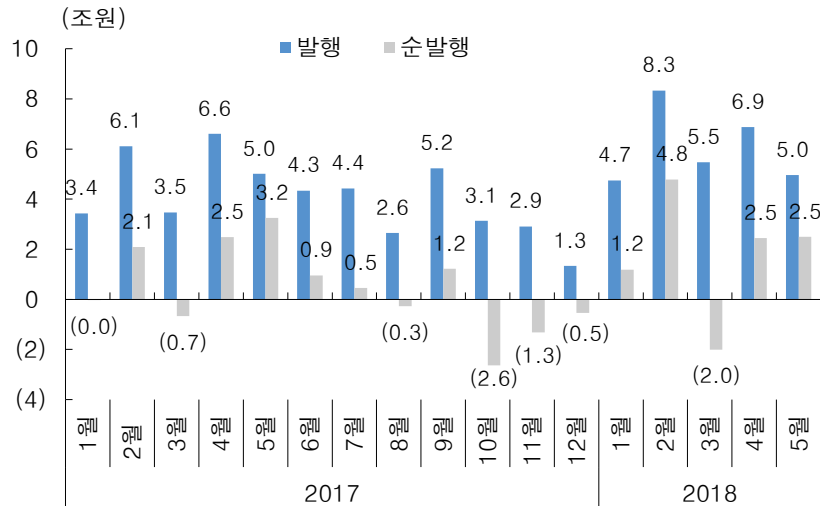


자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

# 하반기 수급 전망-공급

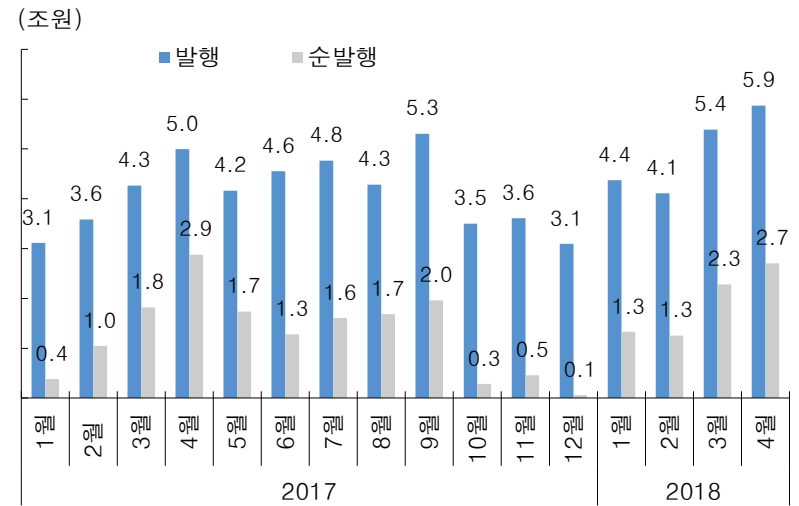
- 상반기 대비 하반기 공급물량 축소 예상
- 섹터별로 회사채, 여전채는 상반기 대비 발행물량 감소 예상: 상반기 자금 선조달 차원의 채권발행 증가에 따른 역기저 효과 예상
- 공사채는 상반기 대비 발행물량 증가 예상, 단 증가 폭은 크지 않을 것: 기관장 교체작업 완료 후 하반기 공사채 발행 증가 가능성 있으나, SOC투자 축소 경향 등 감안 시 증가 폭 크지는 않을 것
- 은행채도 상반기 대비 발행물량 증가 예상, 단 증가 폭은 크지 않을 것: 예대율 규제강화 시행 시점이 올 하반기에서 2020년으로 연기되어 은행채 발행 증가 가능성 있으나, 가계대출 총량규제, 주택거래 위축 등의 영향으로 증가 폭 크지 않을 것

회사채 월별 발행, 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

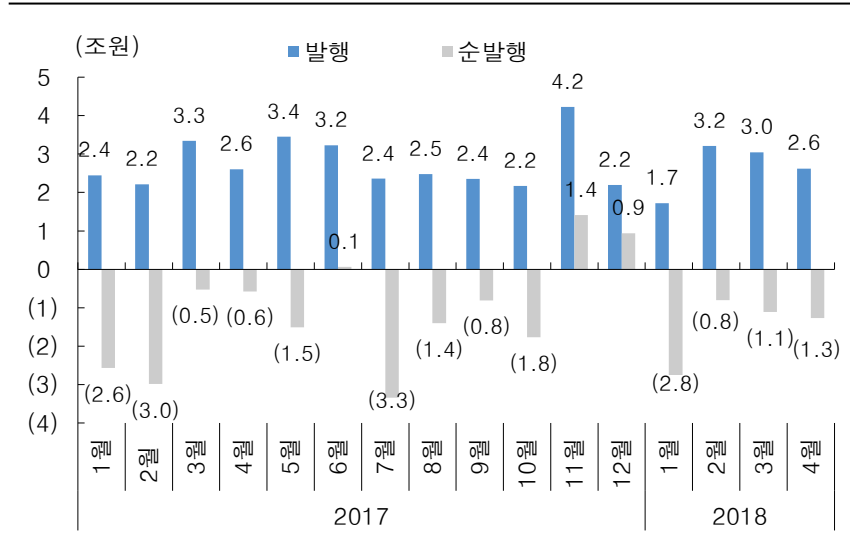
여전채 월별 발행, 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

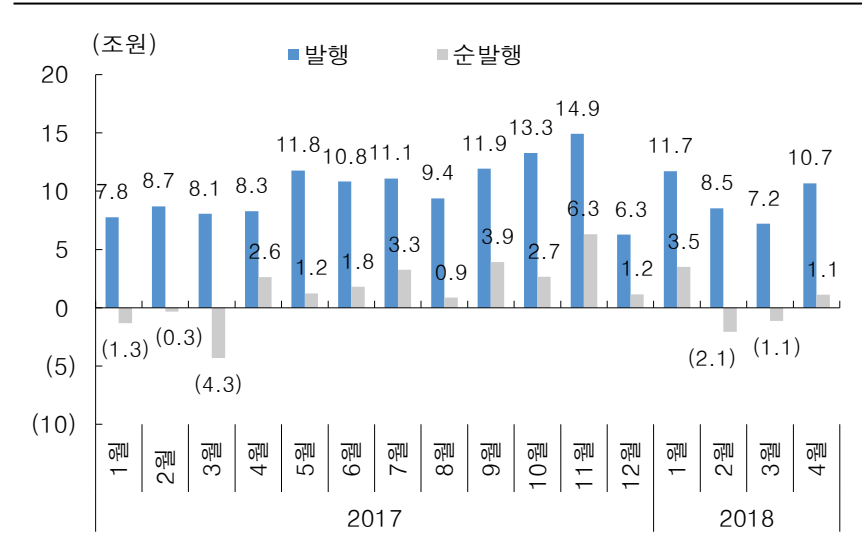
# 하반기 수급 전망-공급

공사채 월별 발행, 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

은행채 월별 발행, 순발행 추이

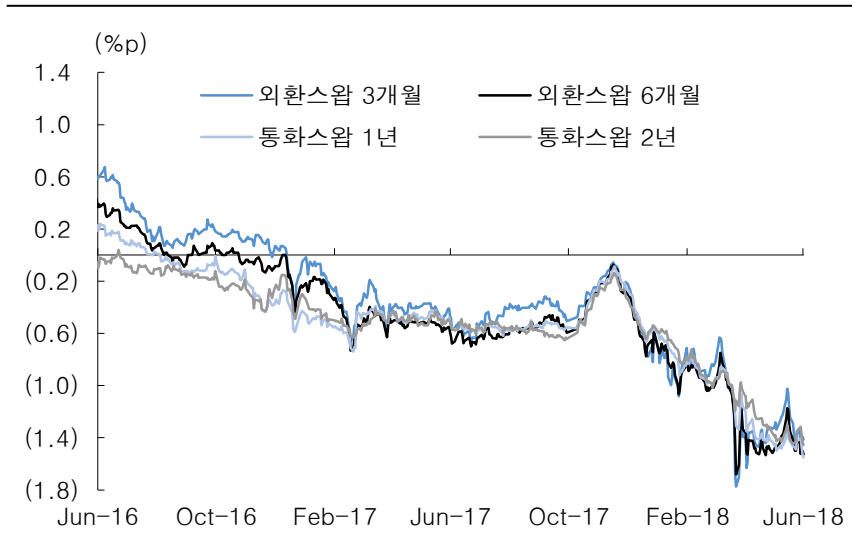


자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

# 하반기 수급 전망-수요

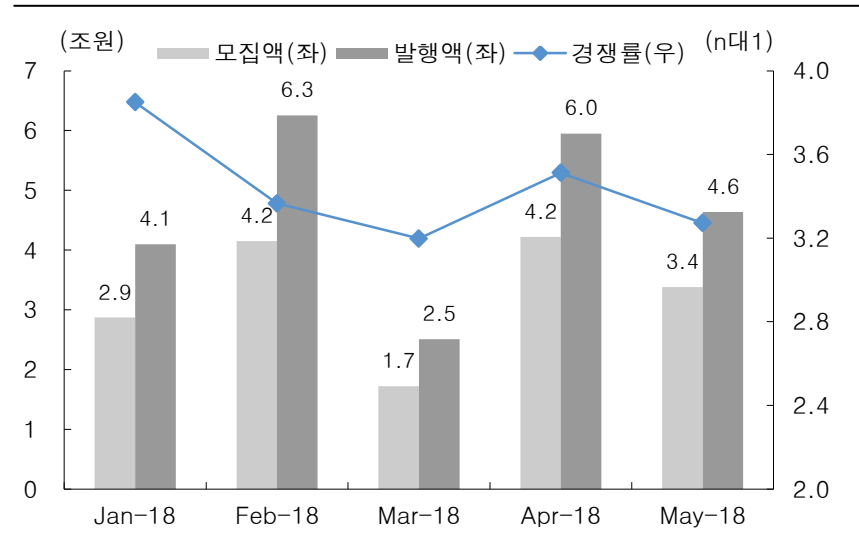
- 수요기반 측면에서는 기본적으로 크레딧 캐리수요 공고한 수준 유지될 것
- 환헤지 비용 증가에 따른 해외채권 수요의 국내채권 전환 기조도 지속될 수 있는 환경
- 발행어음업무 영위 증권사 증가로 신규 크레딧 수요 창출도 기대
- 전반적인 수급여건은 수요 우위 기조가 이어질 것으로 예상

원/달러 환헤지 비용 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

월별 수요예측 경쟁률, 모집액 및 발행액 추이

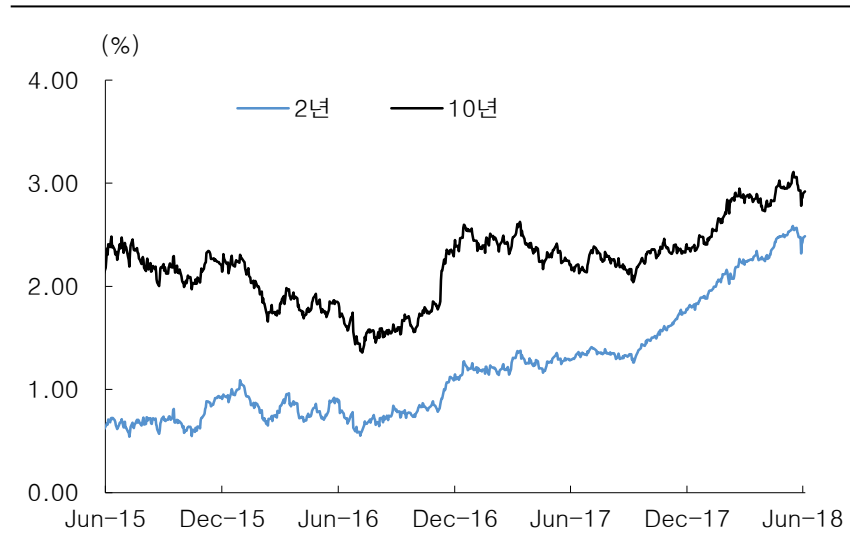


자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

# 하반기 스프레드 전망

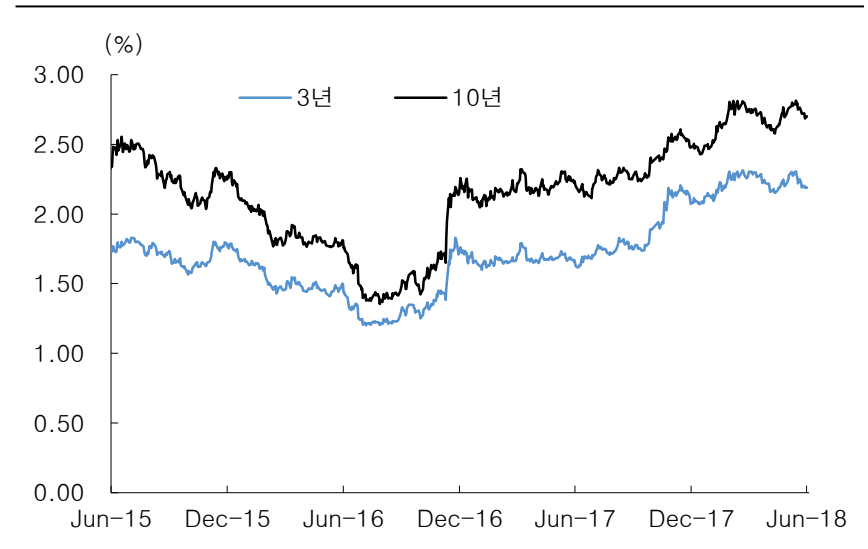
- 국내 금리가 미국 금리와 역전된 상황에서 하향 추세를 보이고 있는 점은 한국 채권시장에 영향을 미치는 변수에서 대외변수보다 국내 매크로 변수가 차지하는 비중이 커지고 있음을 반증
- 신규 취업자 감소, 투자 둔화 등 국내 경기불안요소를 감안할 때 국내금리가 크게 상승할 여지 작은 편
- 기본적으로 하반기에도 크레딧 캐리수요가 견조하게 유지될 수 있는 환경으로 판단
- 단 금리레벨이 연고점 대비 낮아진 수준인 가운데 중장기 금리 상승 국면 전개에 대한 부담은 여전히 상존하고 있어 매수 강도가 강하기는 어려울 것
- 크레딧 스프레드는 보험 내지 완만한 확대기조 예상하나 그 폭은 크지 않을 것으로 크레딧 캐리투자 기조 유지에 부담 없을 것으로 판단

美 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

韓 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

# A급 이하 크레딧 강세 예상

- 기준금리 인상시에도 절대금리가 높아 버퍼를 확보하고 있는 A급 이하 크레딧에 대한 캐리수요는 여전히 강하게 형성될 것으로 예상
- 즉 발행어음 업무 인가 증권사가 추가되고 있는 상황도 A급 이하 크레딧 수요를 증가시키는 요인
- PF ABCP 발행 감소 및 중국 기업 관련 ABCP 발행 위축 등 고금리 상품 공급물량이 축소될 것으로 예상되는 점도 결과적으로 A급 크레딧 수요 확대에 연결될 수 있는 요인
- A급 크레딧의 강세기조는 하반기에도 이어질 것으로 예상
- 단 A급 회사채도 낮아진 지표금리 레벨 및 스프레드 축소로 가격 메리트가 약화된 편으로 펀더멘털이 안정적인 종목 중심으로 강세 지속 예상
- A등급 이하 크레딧 추천 종목: 금호석유화학(A-/P, A-/S), 롯데정밀화학(A+/P), 메르세데스벤츠FSK(A+/S), 메리츠캐피탈(A/P), 아주캐피탈(A/S), NH농협캐피탈(A+/P, A+/S), 여천NCC(A+/P), GS이앤알(A+/S), 태광실업(A/P, A/S), 풍산(A/P), 한화(A/P), 현대다이모스(A+/P), 금호피앤비화학(BBB+/S), 대한항공(BBB+/S, BBB/S), 두산인프라코어(BBB/S), AJ네트웍스(BBB+/S), 한솔테크닉스(BBB+/S), 한화건설(BBB+/S)

# A급 등급상향 기대종목

기업명	적용등급	한신평	NICE	한기평	근거
금호석유화학	A-	A-/P	A-/S	A-/S	합성고무는 기본적으로 공급과잉 부담 존재하나 고마진제품인 latex 판매 확대로 수익성 개선세이고 열병합 발전부문 실적 견조. 차입부담은 과중한 편이나 2016년 대규모 투자 일단락되면서 차입금 감소추세
롯데정밀화학	A+	A+/P	A+/P		증설설비의 초기 고정비 부담과 구조조정 등으로 전반적인 수익성이 저조한 편이었으나 2016년 이후 중국의 환경규제 영향 등에 따른 수급환경 개선으로 수익성 제고. 순차입금 (-) 상태로 재무구조 우수
메르세데스벤츠 FSK	A+	A+/S	A+/S	A+/S	메르세데스벤츠의 캡티브 금융사로 차주 신용도가 우량해 매우 우수한 자산건전성 유지. 벤츠차량 판매호조로 영업신장세도 뛰어난 편
메리츠캐피탈	A	A/P	A/P		메리츠금융그룹과의 연계영업 통한 부동산금융 사업확장 외에 자동차금융도 빠른 자산성장세 보이는 가운데 이익창출력 제고. 제주에서 증권으로 지배구조 변경후 2017년 5월, 7월에 각 1,000억원씩 2,000억원 규모 유상증자 실시로 자본완충력 제고
아주캐피탈	A	A/S	A/S	A/S	우리은행 등 출자 PEF로의 매각으로 지배구조가 변경된 상태로, 향후 우리은행의 지주사 체제 전환과 함께 자회사 편입 가능성 존재
NH농협캐피탈	A+	A+/S	A+/P	A+/P	농협계열 여전사로 증자 및 크레딧라인 등 계열지원 수혜. 증권 및 단위농협 등 계열사와의 연계를 통해 양호한 영업신장세 보이고 있으며 사업기반이 공고화되는 측면도 기대

# A급 등급상향 기대종목

기업명	적용등급	한신평	NICE	한기평	근거
여천NCC	A+	A+/P		A+/P	한화케미칼과 대림산업이 양대주주로 있는 국내 3위 에틸렌 생산능력을 보유한 기초유분 생산업체로, 관계사 매출비중이 70% 수준으로 사업기반 안정적. 우호적 영업여건에 기반해 수익성 및 재무구조 개선세. 배당부담 큰 편이고 대규모 설비투자 계획되어 있는 점은 부담요인이나, 영업창출자금으로 충당 가능시
GS이앤알	A+	A+/S	A+/S	A+/S	과거 투자한 해외자원개발사업 등의 손실 인식과 발전소 건설투자 등으로 재무구조 취약한 수준이나 2017년부터 석탄화력발전 가동 개시에 따른 수익성 개선세. 대규모 투자 일단락으로 2019년부터 재무구조도 개선세 전환 예상
태광실업	A	A/S	A/P	A/P	비관련 다각화에 대한 잠재적 부담 있으나 무리한 사업확장은 자제하는 경향 보이고 있으며, NIKE의 핵심 OEM업체로 사업안정성 양호하고 우수한 영업수익성에 기반해 부채비율 등 재무안정성 개선
풍산	A		A/P	A/P	국내 최대 동가공기업으로서의 우수한 시장지위 보유하고 있으며 2016년 이후 전기동 가격 상승세에 힘입어 수익성 개선 및 투자부담 및 계열지원 부담 완화로 재무안정성 개선세. 올해 들어 전기동가격은 상승세가 꺾였으나 상향안정화 추세 정도는 기대되어 양호한 수익성 유지 가능시
한화	A		A/P	A/P	화약사업의 과점적 시장지위 및 그룹 모기업으로 우량계열사 지분보유. 계열사 지분 확보 등으로 재무부담 큰 편이나 실적 개선으로 재무안정성 지표 개선세. 동사 실적뿐 아니라 계열사 실적이 대부분 개선되는 양상인 점도 긍정적
현대다이모스	A+	A+/P	A+/P	A+/P	현대기아차의 중국시장 판매부진 영향으로 2017년 수익성 하락세였고 중국시장 부진이 지속될 경우 동사 실적도 저하가 불가피하나, 현대차그룹이 동사가 생산하고 있는 DCT 장착 차량을 확대할 계획 가지고 있어 외형 성장세 및 영업수익성 개선 가능성 존재

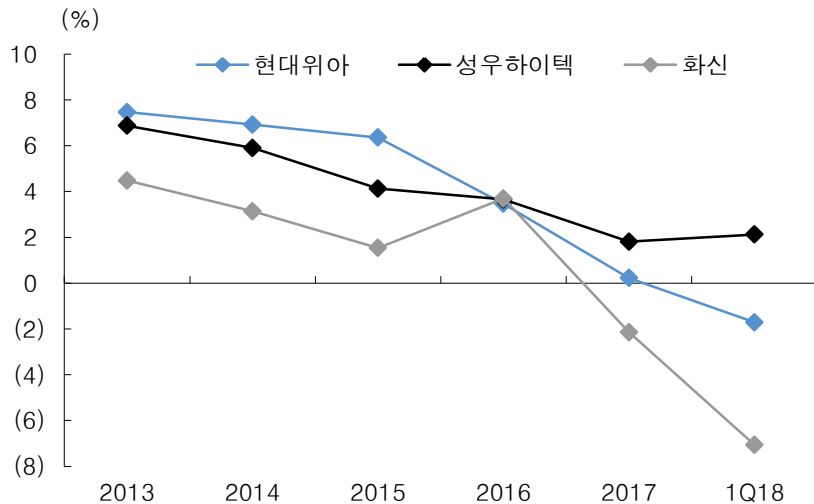
# BBB급 단기투자 무난한 종목

기업명	적용등급	한신평	NICE	한기평	근거
금호피앤비화학	BBB+	BBB+/S	BBB+/S	BBB+/P	제한적 증설 및 전방수요 확대로 주력인 BPA 수급구조 개선되면서 올해 들어 수익성 대폭 제고. 2016년 대규모 증설투자 일단락으로 재무구조 개선세 지속 예상
대한항공	BBB	BBB+/S	BBB+/S	BBB/S	항공수요 성장으로 영업수익성 개선세 보이고 있고 델타항공과의 조인트 벤처 출범으로 탑승률 상승을 통한 수익성 제고 효과 기대. 전반적인 재무안정성은 아직 취약한 편이나, 증자 및 영구채 발행 등을 통해 상당수준 개선
두산인프라코어	BBB	BBB/S	BBB/S	BBB/S	중국 등 글로벌 건설기계시장 업황 회복으로 실적 개선세. 2017년말 보호예수기간 만료후 두산밥캣 주식을 일부 매각하는 등 두산밥캣 주식을 활용한 재무안정성 개선 가능시
AJ네트웍스	BBB+	BBB+/S		BBB+/S	파렛트, 고소장비 등 렌탈자산 포트폴리오 다각화로 사업안정성 양호한 편이고, 렌탈자산 확대로 차입금 증가추세이나 범용성이 높은 렌탈자산 성격을 감안할 때 현금화가 용이해 유동성에 문제가 발생할 가능성 제한적
한솔테크닉스	BBB+		BBB+/S	BBB+/S	한솔라이팅 흡수합병을 통한 베트남법인(삼성전자 증저가 휴대폰 조립사업 영위) 편입으로 사업안정성 및 영업수익성 개선. 현금창출력 개선으로 차입금 감축기조 유지
한화건설	BBB+	BBB+/S	BBB+/S	BBB+/S	해외 플랜트 부문에서의 대규모 손실 인식으로 2017년 3분기 영업적자 상태로 전환. 단 4분기에는 손실인식분의 환입이 발생하면서 영업흑자로 전환하는 등 해외 플랜트 부문의 추가 손실 발생 가능성은 단기적으로 제한적. 특히 한화생명 최대주주로서의 중요도 고려시 계열로부터 재무적 지원 수혜 가능성 높은 편

# 크레딧 이슈 점검: 실적 저하 업종의 등급 이슈 발생 가능성은?

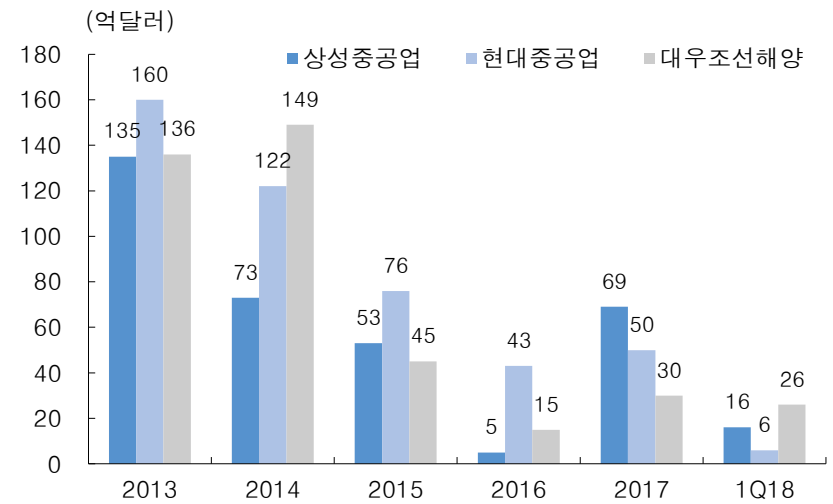
- 전반적인 기업실적은 양호한 편이나 자동차, 자동차부품, 조선 등 일부업종은 실적 저하세
- 하반기 완성차 판매 실적 및 조선 수주 추이, 수익성 동향 등이 중요
- 자동차 및 자동차부품의 경우 하반기에도 실적 부진이 이어질 경우 추가 등급 하락에서 자유롭지 못할 것
- 단 하반기에 특히 중요한 시장인 미국시장에서 신형 싼타페 등 신차 출시가 본격화되는 점을 감안하면 완성차 판매증가 가능성 있는 것으로 판단
- 조선업종의 경우 올해 수익성은 부진이 불가피한 상황인데 수주 증대를 통해 내년 매출 및 적자폭을 적정 수준에서 통제한다면 등급 하락 이슈를 완화시킬 수 있을 것

주요 자동차 부품사 영업이익률 추이



주: 연결기준  
자료: DART, 한국투자증권

조선 빅3 신규수주 추이



자료: 각사, 한국투자증권

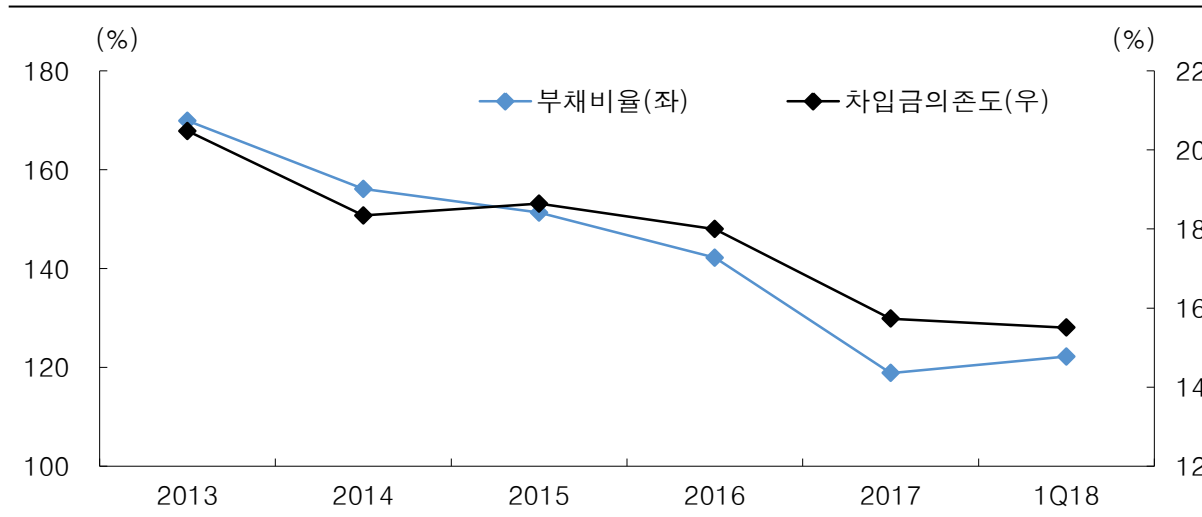
# 크레딧 이슈 점검: 중국 국유기업 채권은 안전한가?

- 기본적으로 중국 국유기업은 우리 공기업과 같은 구조적 관점에서의 정부 지원 가능성에 입각한 최고수준의 상환능력을 보유한 것으로 평가할 수는 없는 것으로 판단
- 국유독자기업, 국유자본지배기업, 국유자본참여기업 등의 분류에 따른 정부지원 차별화 가능성 존재
- 또한 중국 기업 회계자료에 대한 신뢰수준도 낮출 필요성 존재
- 회계 불투명성 가능성을 감안해 국제 신평사의 신용등급이 투자등급(BBB) 이상으로 존재하는 기업 중심의 선별 투자 필요
- 대외 신뢰도 유지가 중요한 중국 대형 시중은행의 정기예금 ABCP는 안전한 영역일 것
- CERCG 사태가 국내 크레딧에 미치는 영향은 부정적 측면보다 긍정적 측면이 클 수 있다고 판단
- 즉 CERCG 사태는 일시적으로 국내 비우량 크레딧에 대한 경계심리를 자극할 가능성이 있지만, 회계투명성을 의심받고 있는 중국에 비해 상대적으로 국내 기업 회계는 투명성이 높은 편으로 국내채권 수요기반이 훼손되지는 않을 것
- 오히려 해외 고금리채권의 국내 발행 위축 등으로 A급 이하 크레딧에 대한 대체수요 확대 요인으로 작용할 가능성 있는 것으로 판단

# 크레딧 이슈 점검: 건설업종의 등급 하락 위험은 없는가?

- 부동산 경기 하락 조짐 보이고 있지만 기본적으로 기본양 물량의 공사진행으로 올해까지 실적에 문제가 발생할 가능성은 제한적
- 우수한 분양률을 기록한 사업장에서 입주 리스크가 발생할 가능성도 제한적
- 내년부터가 건설업종 실적 저하에 대한 모니터링이 필요한 시점으로 판단
- 건설업체별로 차별화되겠지만 기본적으로는 그간의 실적 호조로 과거보다 건설업체의 재무적 버퍼 및 펀더멘털 저점은 제고된 수준으로 등급 하락 위험은 제한적일 것
- 또한 정책이 부동산 경기 침체시에도 규제 일변도로 갈 가능성은 크지 않고 지역별로 차별화된 정책을 도입할 가능성 있는 것으로 판단되는 점도 실적 저하 위험을 일정수준 완화해줄 수 있을 것으로 기대

주요 건설사 재무안정성 추이

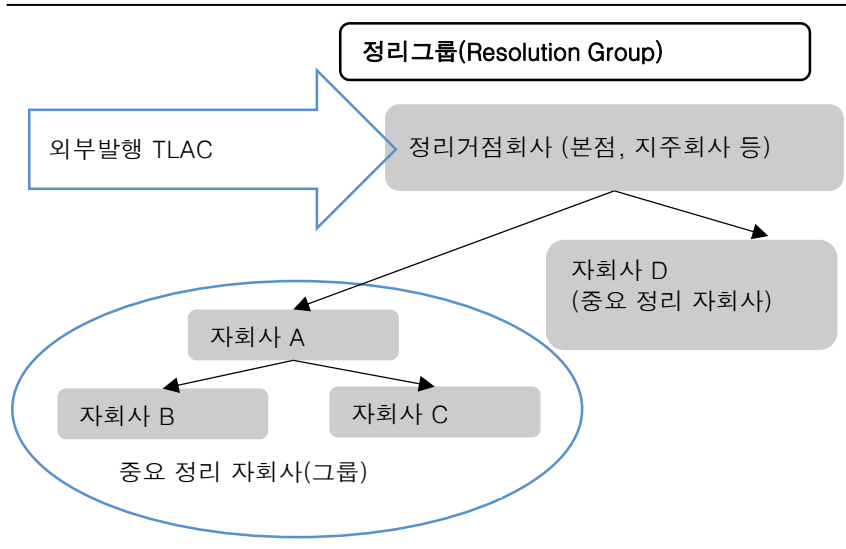


주: 2017년 시공능력 순위 Top 5 (삼성물산, 현대건설, 대우건설, 대림산업, 포스코건설) 합산 연결기준  
 자료: DART, 한국투자증권

# 크레딧 이슈 점검: 베일인 제도 도입 여부는?

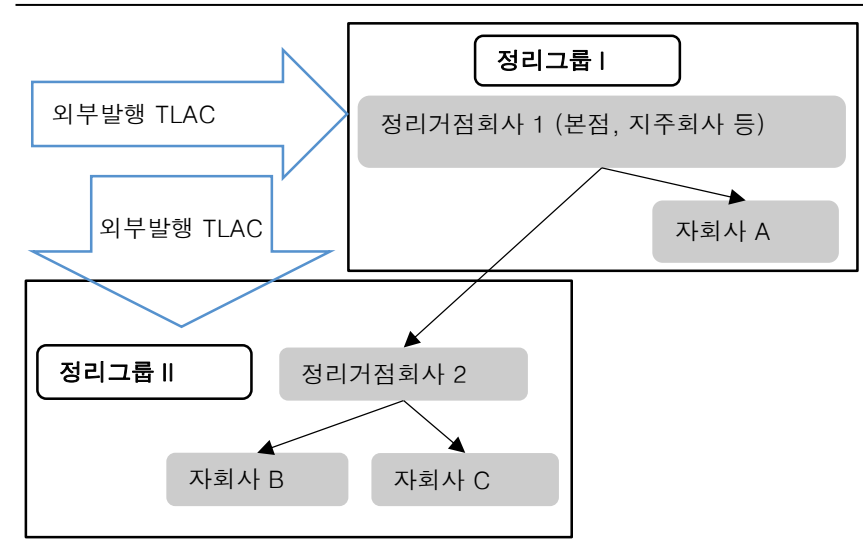
- 5월 20일 언론 보도에 따르면 금융당국은 일단 베일인 제도가 빠진 회생·정리계획 법제화를 추진
- 아직 베일인 제도 도입 여부를 확정해서 예상할 수는 없지만 베일인제도가 시행되지 않을 가능성이 시행할 가능성보다 좀 더 높을 것으로 예상
- 선진국과 마찬가지로 베일인 제도가 단일정리전략 방식으로 도입될 경우 은행지주 등급 하락 가능성이 존재했으나, 도입되지 않는다면 은행지주 등급이 변경될 일 없을 것

SPE 정리전략



주: TLAC = Total Loss Absorbing Capacity  
 자료: 한국은행, 한국투자증권

MPE 정리전략



주: TLAC = Total Loss Absorbing Capacity  
 자료: 한국은행, 한국투자증권

# 크레딧 이슈 점검: 대기업 계열 여전사 디스카운트 지속?

- 대기업 계열 여전사를 매각 이슈로 일률적으로 디스카운트할 이유는 없을 것
- 업체별로 판단할 필요 있는데, 현대차계열 여전사는 그룹 지배구조 개편안이 지주사 체제가 아닌 점이 확인된 것을 감안하면 매각 이슈로 디스카운트할 이유 크게 축소
- 롯데계열 여전사는 그룹 지배구조가 지주사 체제로 전환한 점을 감안하면 디스카운트 요인 존재
- 단 작년말 롯데캐피탈 지분을 호텔롯데가 매수하면서 최대주주로 부상한 점을 감안하면 금융회사 지분을 매각은 하되, 지주사 체제 밖에 있는 계열사로 매각하는 쪽으로 추진될 가능성 큰 편으로 판단. 매각 이슈로 디스카운트할 이유 크게 축소
- 삼성계열 여전사는 그룹 차원의 사업전략에 입각해 판단 필요
- 법 개정이 필요하기는 해도 중간금융지주체제로의 전환 가능성이 완전히 소멸된 것은 아님. 단 선택과 집중 차원에서 방산 및 화학업종 계열사 매각을 단행한 전력을 감안하면 여전사 매각 여부를 판단하기 어려움. 디스카운트 요인 계속 남아있을 가능성 존재