

무엇보다도 투자안정성 우선

Credit 박진영 CPA
02) 3787-2248
jypark@hmcib.com

금리매력보다는 투자안정성 우선

- 지난주 삼성SDI, 한진, CJ제일제당, GS에너지, 동원엔터프라이즈 등 5개 업체가 수요예측을 진행. 총 수요예측 금액은 9,300억원으로, 전주(3,000억원)에 비해 늘어난 금액
- 투자자들은 계속되는 신용등급 강등으로 인해 금리매력보다는 투자 안정성을 우선. A급 회사채에 대한 투자 기피현상이 나타나고 있는 것은 물론 실적 우려가 존재하는 AA급 회사채에 대한 투자심리도 저하
- 지난주 수요예측에서 삼성SDI, CJ제일제당, 동원엔터프라이즈는 수요예측 금액을 채우는데 성공했으나 한진, GS에너지는 수요예측 금액을 채우는데 실패. 특히 한진은 전량 미매각 기록
- 투자기업 관리가 허점투성이라는 비판에 따라 산업은행, 수출입은행, 기업은행 등 국책은행에 대한 감사원의 특별감사 실시 예정. 산업은행의 역할이 축소될 수 있을 것으로 보이며 이 경우 비우량 회사는 자금조달에 어려움을 겪을 전망

크레딧채권 순매수금액 급격히 감소, 반면 국공채 순매수금액 증가

- 지난주 여전채와 회사채를 중심으로 크레딧 스프레드 큰 폭으로 확대. BNK캐피탈의 한일월드 사태 이후 약화된 투자심리가 회사채 스프레드에도 영향. 부산은행과 경남은행은 BNK캐피탈에 각각 1,500억원의 Credit Line을 열어주면서 사태 수습에 애를 썼지만 투자심리를 개선시키는데는 역부족
- 반면 투자안정성이 높은 공사채와 은행채의 경우 제한적으로 스프레드 확대. 공사채와 회사채 스프레드는 급격하게 확대되어 3년물의 경우 12bp까지, 5년물 경우 15bp까지 확대. 2013년 이후 최대치. 또한, 최근 크레딧채권 순매수금액은 급격하게 줄어든 반면 국공채 순매수금액은 증가. 투자자들은 무엇보다도 안정성을 추구하고 있는 것으로 판단
- 당분간은 크레딧 채권 약세 흐름이 지속될 것으로 예상되지만 10월부터는 금리 인하 기대감 증가로 크레딧 매수세가 재개되는 가운데 저가 매수세 유입으로 크레딧 약세 흐름은 완화될 것으로 기대

1. 발행시장

금리매력보다는 투자안정성 우선

한진 전량 미매각 기록,
우량 회사채에 대한
투자심리도 좋지 않은 상황

지난주에는 삼성SDI, 한진, CJ제일제당, GS에너지, 동원엔터프라이즈 등 5개 업체의 수요예측이 진행되었다. 총 수요예측 금액은 9,300억원으로, 전주(3,000억원)에 비해 금액이 늘어났다.

최근 회사채 시장 침체가 이어지고 있는 가운데 투자자들은 계속되는 신용등급 강등으로 인해 금리매력보다는 투자 안정성에 무게를 두고 있는 것으로 보인다. 이에 A급 회사채에 대한 투자 기피현상이 나타나고 있는 것은 물론 실적 우려가 존재하는 AA급 회사채에 대한 투자심리도 저하되고 있다. 지난주 수요예측 결과를 살펴보면 삼성SDI, CJ제일제당, 동원엔터프라이즈는 수요예측 금액을 채우는데 성공했으나 한진, GS에너지는 수요예측 금액을 채우는데 실패했다.

A급에서는 동원엔터프라이즈(A+)와 한진(A-) 2개 업체의 수요예측이 진행되었으며, 결과는 확연히 달랐다. 동원엔터프라이즈는 상대적으로 낮은 금리에도 불구하고 투자안정성을 바탕으로 수요 확보에 성공했다. 3년물, 5년물 각각 500억원 모집에 각각 800억원, 500억원의 유효수요를 확보했다. 반면 한진은 800억원에 대해 수요예측을 실시했으나, 상대적으로 높은 금리에도 불구하고 전량 미매각을 기록했다. 주력 계열사인 대한항공의 신용등급이 BBB+로 강등된 가운데 한진의 신용등급 전망 또한 부정적이어서 투자심리를 저하시킨 것으로 판단된다.

삼성SDI 수요예측에는 3,000억원 모집에 4,600억원의 자금이 모였다. 수요예측 성공에는 삼성이라는 브랜드의 후광효과가 컸으며, 수익성 저하에도 불구하고 신용등급 하락 가능성이 낮다는 점이 주요하게 작용한 것으로 판단된다. CJ제일제당 수요예측에는 3,000억원 모집에 3,200억원이 유효수요로 들어왔으며, 밴드외 입찰한 금액이 1,000억원 있었다.

GS에너지는 6년물 수요 확보에는 성공한 반면 10년물 수요 확보에는 실패했다. GS에너지는 6년물 500억원, 10년물 1,000억원 발행을 계획했으며, 발행규모를 상회하는 1,650억원이 총수요로 집계되었다. 하지만 10년물 수요는 250억원이 부족했다. 6년물에는 900억원의 자금이 들어와 개별민평보다 -3bp 낮은 수준에서 금리가 결정되었다. 금융시장 변동성 증가 및 미국 금리 인상 가능성 등으로 인해 장기물 투자 심리가 위축된 결과로 판단된다.

한편, 투자기업 관리가 허점투성이라는 비판에 따라 감사원은 산업은행, 수출입은행, 기업은행 등 국책은행에 대한 특별감사를 실시하기로 했다. 이에 비우량 기업의 유동성 위기마다 소방수 역할을 해왔던 산업은행 역할이 축소될 수 있을 것으로 보이며, 비우량 회사는 자금조달에 어려움을 겪을 수 있을 것으로 예상된다.

〈표1〉 9월 첫째 주, 둘째 주 회사채 수요예측 결과

발행종목	수요 예측일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 증감액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%)			낙찰 (bp,%)	발행 금리 (%)	유효 경쟁률 (배)	미매각 금액 (억원)
						기준	하단	상단				
미래에셋캐피탈16	2015-08-31	AA-	300	0	3	개별민평3년	-10	10	14	2,165	1.00	0
한화갤러리아63	2015-09-01	A-	500	0	3	개별민평3년	-20	20	20	2,956	0.60	200
메리츠화재2	2015-09-02	AA	1,000	0	10	국고채10년	80	100	100	3,222	1.00	0
서흥22-1	2015-09-02	A-	200	0	2	개별민평2년	-20	10	0	2,378	2.25	0
서흥22-2	2015-09-02	A-	400	0	3	개별민평3년	-20	10	-6	2,666	2.00	0
GS글로벌18-1	2015-09-03	A,A-	400	0	3	등급민평3년	-5	15	15	3,158	0.75	100
GS글로벌18-2	2015-09-03	A,A-	200	0	5	등급민평5년	-5	15	15	3,944	0.05	190
삼성SDI64-1	2015-09-07	AA0	2,000	0	3	개별민평3년	-15	5	5	1,929	1.30	0
삼성SDI64-2	2015-09-07	AA0	1,000	0	5	개별민평5년	-17	3	0	2,182	2.00	0
한진71-1	2015-09-07	A-	600	0	2	개별민평2년	-20	10	10	4,148	0.00	600
한진71-2	2015-09-07	A-	200	0	3	개별민평3년	-10	20	20	4,664	0.00	200
CJ제일제당20-1	2015-09-08	AA0	1,000	0	3	개별민평3년	-18	2	1	1,873	1.00	0
CJ제일제당20-2	2015-09-08	AA0	1,500	0	5	개별민평5년	-18	2	1	2,179	1.13	0
CJ제일제당20-3	2015-09-08	AA0	500	0	7	개별민평7년	-18	2	-3	2,364	1.00	0
지에스에너지7-1	2015-09-09	AA-	500	0	6	개별민평5년	-20	3	-3	2,599	1.80	0
지에스에너지7-2	2015-09-09	AA-	1,000	0	10	개별민평10년	-20	3	0	3,548	0.75	250
동원엔터프라이즈22-1	2015-09-09	A+	500	0	3	개별민평7년	-10	10	7	2,262	1.60	0
동원엔터프라이즈22-2	2015-09-09	A+	500	0	5	개별민평10년	-13	7	7	2,738	1.00	0

자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

주: 예측결과 공표 기준, 음영은 미매각 발생분

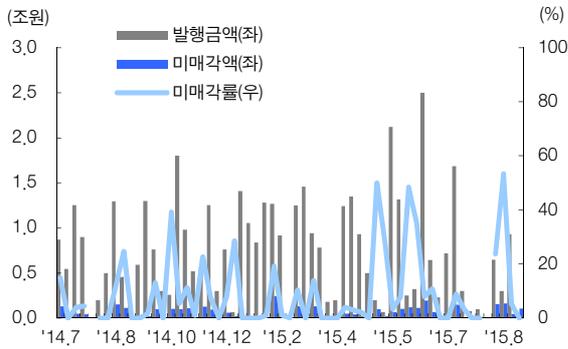
〈표2〉 회사채 수요예측 예정 리스트

발행종목	수요 예측일	발행 예정일	신용등급	만기 (년)	예정금액 (억원)	금리밴드(bp,%)			개별민평 (%)	등급민평 (%)
						기준	하단	상단		
태광실업8-1	2015-09-15	2015-09-22	A0	3	300	개별민평3년	-30	5	2,835	2,642
태광실업8-2	2015-09-15	2015-09-22	A0	5	200	개별민평5년	-30	5	3,508	3,250
JB금융지주4	2015-09-16	2015-09-23	AA+	3	500	개별민평3년	-17	3	1,931	1,909
SK	2015-09-21	2015-09-30	AA+	3	3,000	-	-	-	1,884	1,909
				5		-	-	-	2,156	2,188
				7		-	-	-	2,354	2,397
서브원	2015-09-22	2015-10-01	AA-	3	500	-	-	-	1,952	1,996
				5	1,000	-	-	-	2,317	2,358
에스케이브로드밴드	2015-09-24	2015-10-06	AA-	5	1,100	-	-	-	2,214	2,358
두산건설	-	-	BBB0	1	350	-	-	-	6,434	4,392

자료: HMC투자증권

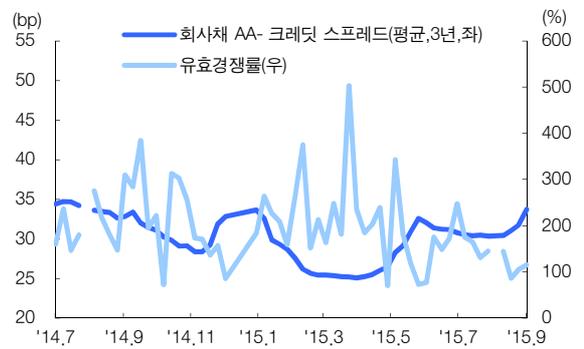
주: 개별민평 및 등급민평 9월 10일 기준

〈그림1〉 주간 수요예측금액 및 미매각률 추이



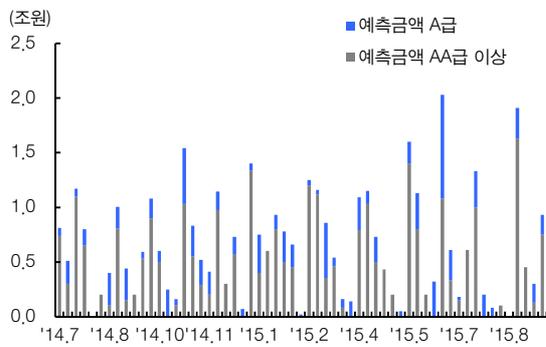
자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

〈그림2〉 주간 회사채 스프레드 및 유효경쟁률 추이



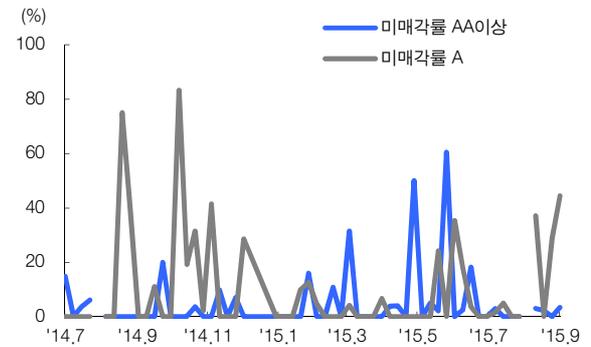
자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

〈그림3〉 주간 등급별 수요예측금액 추이



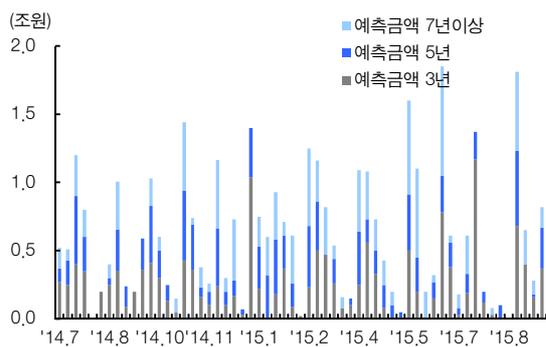
자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

〈그림4〉 주간 등급별 미매각률 추이



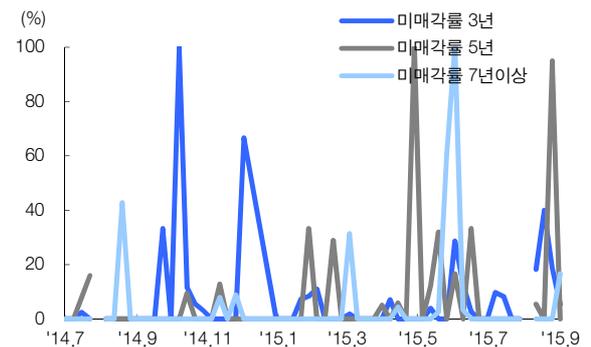
자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

〈그림5〉 주간 만기별 수요예측금액 추이



자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

〈그림6〉 주간 만기별 미매각률 추이



자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

2. 크레딧 시장 동향 및 전망

크레딧채권 순매수금액 급격히 감소, 반면 국공채 순매수금액 증가

9월 금통위, 만장일치로 기준금리 동결 전주의 가파른 금리 하락으로 주 중반까지는 금리가 반등했으나, 이후 해외 IB들의 금리 인하 전망으로 금리 인하 기대감이 되살아나면서 금리는 하락했다. 하지만 9월 금통위에서 만장일치로 금리가 동결된 이후 채권시장은 다시 약세를 나타냈다.

9월 금통위 금리 동결로 이번주 금리는 상승세로 출발할 것으로 예상된다. 하지만 10월 금통위 당일 수정경제전망 발표가 예정되어 있어 10월 금통위에서의 금리인하 기대가 이달보다 높을 것으로 예상되므로 유의미하고 지속적인 금리상승을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

여전채와 회사채 스프레드 큰 폭으로 확대

지난주 회사채 시장은 여전채와 회사채를 중심으로 스프레드가 큰 폭으로 확대되었다. BNK캐피탈의 한일월드 사태 이후 약화된 투자심리가 회사채 스프레드에도 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 부산은행과 경남은행은 BNK캐피탈에 각각 1,500억원의 Credit Line을 열어주면서 사태 수습에 애를 썼지만 투자심리를 개선시키는데는 역부족이었다.

반면 투자안정성이 높은 공사채와 은행채의 경우 제한적인 스프레드 확대를 나타냈다. 이에 공사채와 회사채 스프레드는 급격하게 확대되어 3년물 스프레드는 12bp까지, 5년물 스프레드는 15bp까지 확대되었다. 2013년 이후 가장 스프레드가 확대되어 있는 상태다.

투자자별 채권 순매수금액(그림 13~16 참고)을 살펴보면, 최근 들어 크레딧채권 순매수금액은 급격하게 줄어든 반면 국공채 순매수금액이 늘어난 것을 알 수 있다. 투자자들은 무엇보다도 안정성을 추구하고 있는 것으로 판단된다.

9월말 추석 효과 등으로 인해 당분간은 크레딧 채권 약세 흐름이 지속될 것으로 예상되지만 10월부터는 금리 인하 기대감 상승으로 크레딧 매수세가 재개되는 가운데 저가 매수세 유입으로 크레딧 약세 흐름은 완화될 것으로 기대한다.

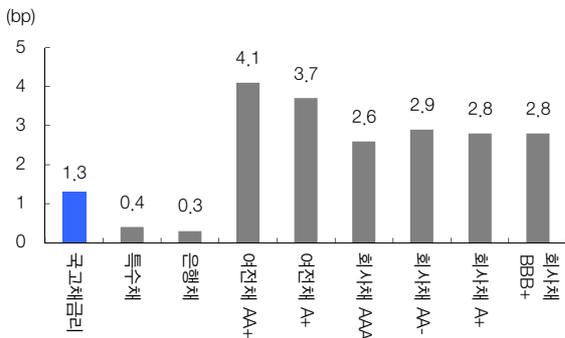
만기별로는 단기물 투자가 효과적일 것으로 판단된다. 위험회피 성향이 높아지면서 단기물 투자수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 한국과 미국의 상반된 통화정책으로 장기간 금리차가 축소되고 있는 가운데 기준금리 동결 결정으로 한-미 스프레드 축소 요인이 완화될 것으로 판단된다.

〈표3〉 주간 금리 및 스프레드 변동(9월 11일 기준)

	금리(%)				크레딧 스프레드(bp)				전주말 대비 스프레드 변동(bp)			
	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	□Y	7Y
국고채	1,523	1,655	1,880	2,052	-	-	-	-	(1.1)	1.3	3.8	(0.6)
특수채 AAA	1,608	1,769	2,015	2,170	8.5	11.4	13.5	11.8	1.1	0.4	(3.5)	(0.1)
산금채 AAA	1,656	1,845	2,087	2,261	13.3	19.0	20.7	20.9	0.9	0.3	(3.8)	0.0
중금채 AAA	1,825	2,100	2,393	2,593	30.2	44.5	51.3	54.1	0.9	0.4	(3.7)	0.0
은행채 AAA	1,601	1,779	2,049	2,227	7.8	12.4	16.9	17.5	1.0	0.3	(3.8)	(0.0)
여전채 AA+	1,729	1,951	2,219	2,446	20.6	29.6	33.9	39.4	4.3	4.1	(1.3)	0.9
여전채 AA-	3,304	3,713	4,070	4,312	24.3	40.0	52.5	64.0	4.3	3.9	(1.3)	0.8
여전채 A+	2,103	2,555	2,939	3,300	58.0	90.0	105.9	124.8	4.1	3.7	(1.2)	0.8
회사채 AAA	1,665	1,887	2,166	2,303	14.2	23.2	28.6	25.1	2.0	2.6	(1.7)	1.7
회사채 AA+	1,693	1,922	2,201	2,408	17.0	26.7	32.1	35.6	2.0	2.8	(1.2)	1.6
회사채 AA0	1,737	1,964	2,269	2,566	21.4	30.9	38.9	51.4	2.1	2.9	(1.4)	1.5
회사채 AA-	1,772	2,009	2,371	2,766	24.9	35.4	49.1	71.4	2.0	2.9	(1.4)	1.5
회사채 A+	2,051	2,408	2,869	3,250	52.8	75.3	98.9	119.8	2.1	2.8	(1.4)	1.6
회사채 A0	2,212	2,655	3,263	3,669	68.9	100.0	138.3	161.7	2.0	2.9	(1.4)	1.7
회사채 A-	2,437	3,001	3,783	4,144	91.4	134.6	190.3	209.2	2.0	2.8	(1.4)	1.7
회사채 BBB+	3,722	5,490	5,863	5,963	219.9	383.5	398.3	391.1	2.0	2.8	(1.4)	1.7

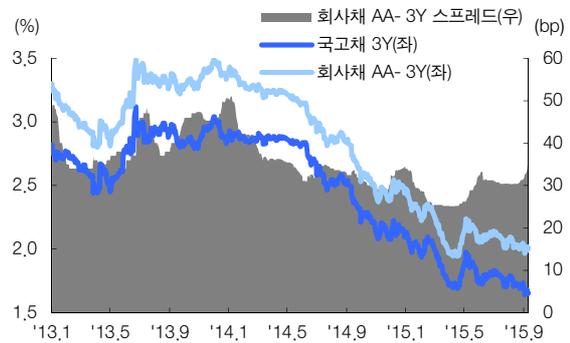
자료: bondweb, HMC투자증권
 주: 전주말 대비 스프레드 변동 중 금리는 금리 변동

〈그림7〉 주간 크레딧 스프레드 변화(9월 11일 기준)



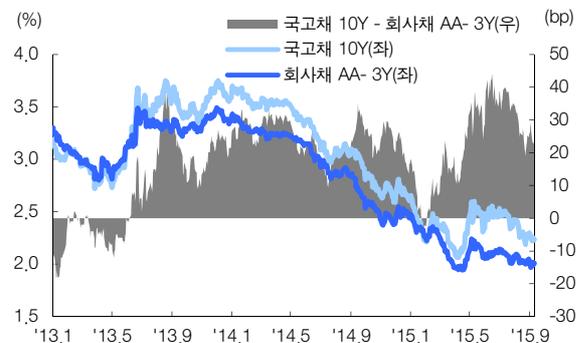
자료: bondweb, HMC투자증권
 주: 3년물 기준

〈그림8〉 국고채 금리 및 크레딧 스프레드 추이



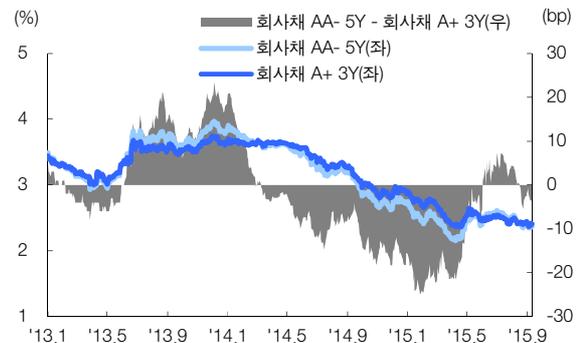
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림9〉 국고채 10년물과 크레딧 3년물 스프레드



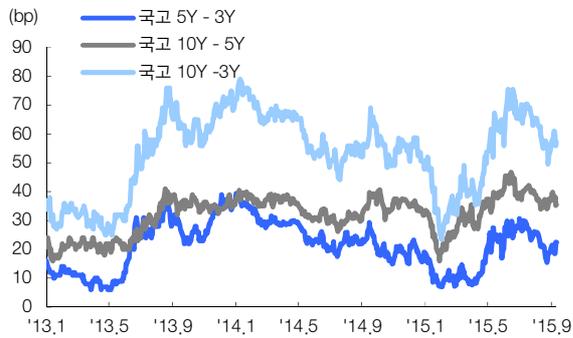
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림10〉 회사채 AA- 5년물 vs. A+ 3년물 스프레드



자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림11〉 국고채 장단기 스프레드



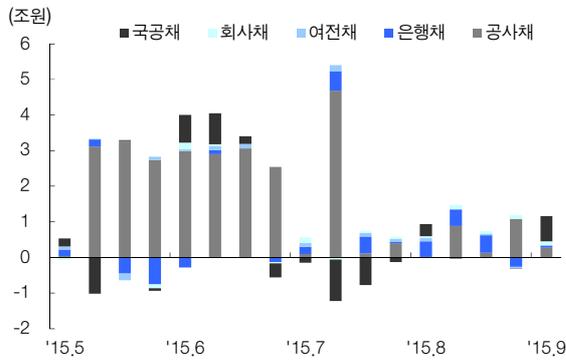
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림12〉 회사채 장단기 스프레드



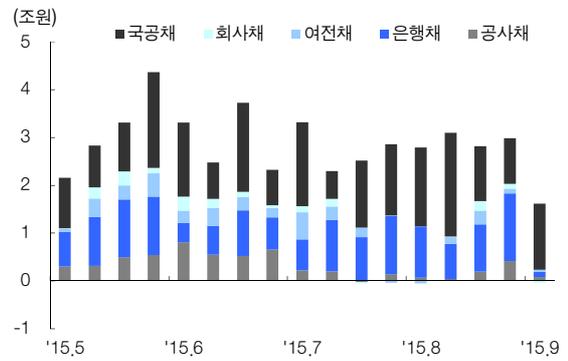
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림13〉 은행의 채권별 순매수



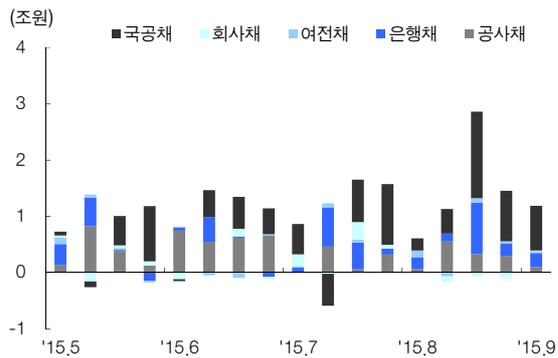
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림14〉 자산운용의 채권별 순매수



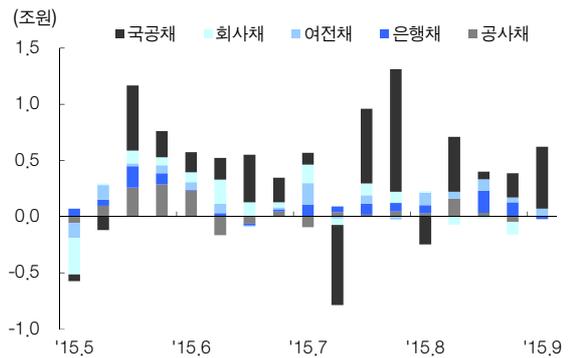
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림15〉 보험의 채권별 순매수



자료: 금융투자협회, HMC투자증권

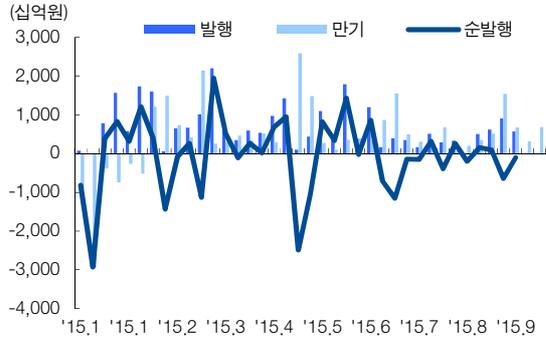
〈그림16〉 연기금의 채권별 순매수



자료: 금융투자협회, HMC투자증권

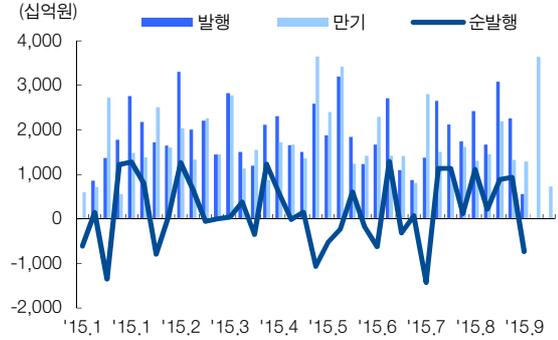
3. 섹터별 동향 및 전망

〈그림17〉 특수채 발행, 만기, 순발행



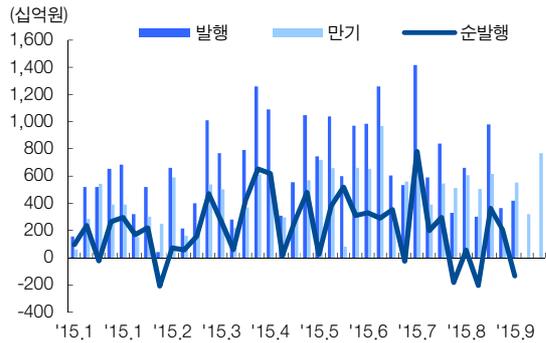
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림18〉 은행채 발행, 만기, 순발행



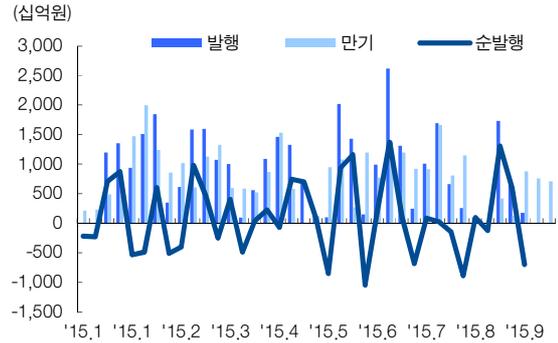
자료: bondweb, HMC투자증권
주: 신종 포함

〈그림19〉 여전채 발행, 만기, 순발행



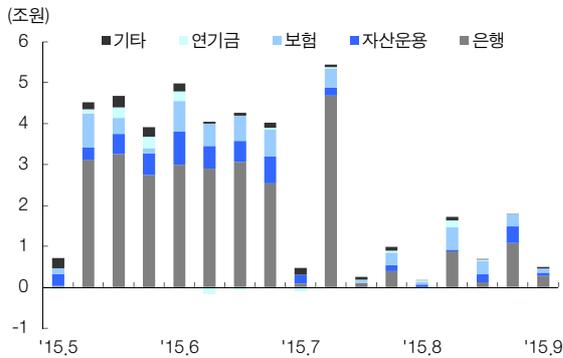
자료: bondweb, HMC투자증권
주: 신종 포함

〈그림20〉 회사채 발행, 만기, 순발행



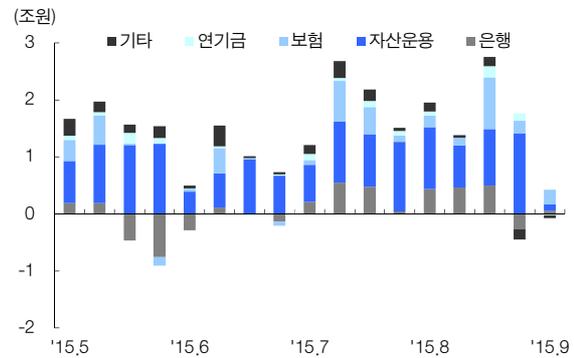
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림21〉 투자자별 특수채 순매수



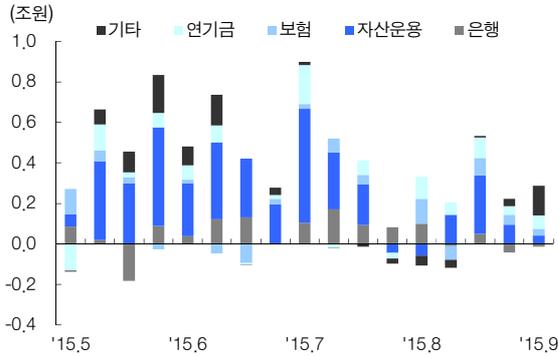
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림22〉 투자자별 은행채 순매수



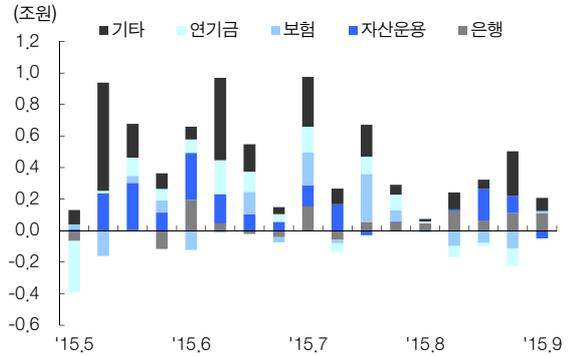
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림23〉 투자자별 여전채 순매수



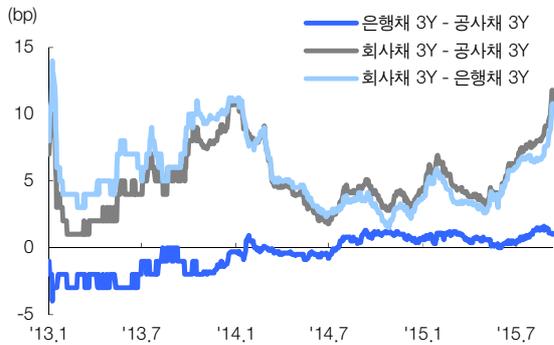
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림24〉 투자자별 회사채 순매수



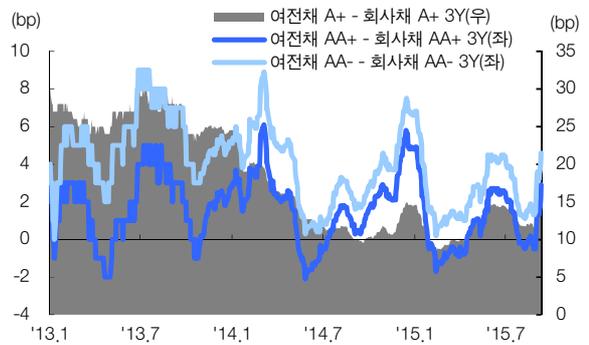
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림25〉 공사채, 은행채, 회사채 스프레드



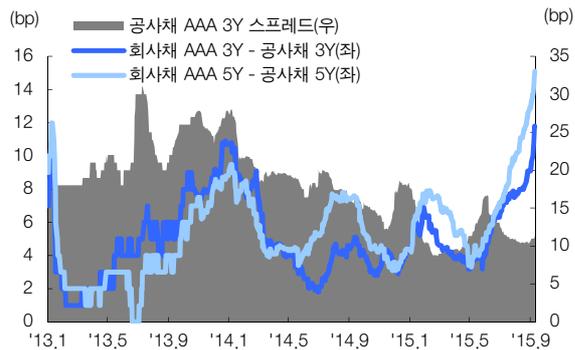
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림26〉 여전채와 회사채 스프레드



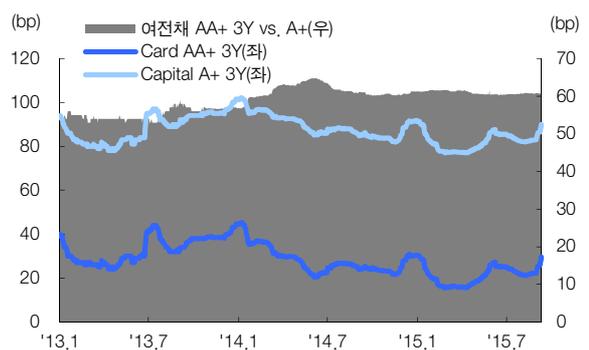
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림27〉 공사채, 회사채 스프레드



자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림28〉 여전채 금리 및 스프레드



자료: bondweb, HMC투자증권

4. 신용등급 변동

민자발전사 등급 강등 당사는 9월 9일 “암중모색(暗中摸索) 민자발전”이라는 제목으로 민자발전 산업 내 기업들의 등급 하향 압력이 높아졌음을 언급한 가운데 10일 한신평은 민자발전사에 대한 신용등급을 대거 조정했다.

전력 수요 감소, 전력 설비 증가로 전력 수급이 안정화되면서 기저발전기가 SMP를 결정하는 비중이 늘었다. 그 결과 SMP 하락했고 민자발전사들의 마진은 감소했다. 뿐만 아니라 발전계획 안에 포함되지 못하면서 민자발전사들의 가동률도 대폭 떨어졌다. 이에 민자발전사들의 매출액 및 수익성은 악화되었다. 하지만, 호황기 공격적인 증설 및 신규투자에 나서면서 민자발전사들의 재무부담은 높은 상태이다. 이후에도 전력 설비 증가가 지속적으로 이루어질 것으로 계획되어 있기 때문에 영업환경 개선 가능성은 낮은 것으로 보인다. 자세한 내용은 “암중모색(暗中摸索) 민자발전”을 참고하기 바란다.

〈표4〉 9월 둘째 주 신용등급 변동

구분	기업	변경일자	직전등급	현재등급	신용평가사	근거
등급하향	포스코에너지	2015-09-10	AA+/N	AA/S	한신평	전력수급 안정화에 따른 전력량요금 미진 및 이용률 저하로 수익창출력 악화, 향후에도 영업환경 저하될 전망
	동두천드림파워	2015-09-10	AA-/S	A+/S	한신평	
	평택에너지서비스	2015-09-10	A+/S	A/S	한신평	
	대림에너지	2015-09-10	A/S	A-/S	한신평	

자료: 각 신평사, HMC투자증권
 주: 투자등급 이상

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 • 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.