Credit Weekly

| 크레딧 | 조수희 | shcho@ls-sec.co.kr

여전채 및 회사채의 신용 스프레드와 등급 변화

국고 금리 상승 여파로 확대되었던 여전채와 회사채의 신용 스프레드 갭 축소

11월 국고 금리 상승 등의 영향으로 크레딧 시장의 변동성도 확대되었으나, 연말에 접어들면서 거래량 축소된 가운데 신용 스프레드 역시 확대 기조가 진정되는 양상이다. 특히, '25년 연중 신용 스프레드 축소 폭이 컸던 여전채의 되돌림(확대)이 크게 나타나면서, 동일 등급 여전채와 회사채의 신용 스프레드 갭도 확대된 바 있으나, 12월 지표물 변경 시기 이후 축소되었다. 연중 꾸준히 발행되는 여전채에 비해 연말 발행이 제한적인 회사채의 경우 신용 스프레드의 변화가 보다 경직적인 면이 있고, 고금리 메리트를 추구하는 여전채 수요가 지속되며 여전채와 회사채의 신용 스프레드 갭이 축소된 것으로 보인다.

여전사의 리스크 관리 강화 기조 및 캐피탈사 신용등급 상향 사례

'25년은 여전채 투자에 있어서는 최고의 해였다고 할 수 있다. PF 리스크가 완화되는 가운데 기준금리 인하 기조가 지속되며 전 섹터 중에서 여전채가 가장 큰 신용 스프레드 축소를 보였다. 최근 신용평가사의 신용등급 상향 조정 업체(아이엠캐피탈, MG캐피탈, 케이카캐피탈 등)가 다수 나타난 점도 여전채 펀더멘털의 개선을 뒷받침하고 있다.

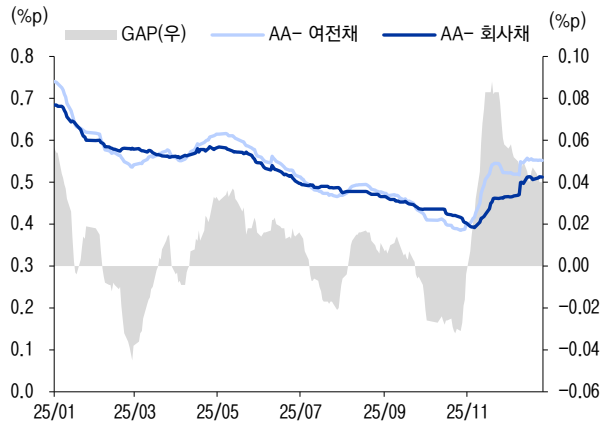
여전사의 경우 '22~'24년의 고금리 시기 동안 리스크 관리를 강화하는 한편 성장세는 다소 둔화되었다. 특히, 신용등급이 높은 카드사와 우량 캐피탈사 중심으로 이러한 양상이 두드러졌다. 카드사의 경우 코로나 취약차주 지원정책 종료 효과가 나타나기 시작한 '24년 이후 자산건전성 지표는 다소 증가하였으나 과거 15년 평균을 크게 벗어나는 수준은 아니며, 캐피탈사는 AA- 등급을 상회하는 우량 캐피탈사의 건전성 지표는 과거 15년 평균을 하회하는 정도로 관리되고 있다. 또한, 캐피탈업권의 PF대출 잔액 및 PF대출/자기자본비율도 '23년말 대비 '25년에 감소하여, 비록 잔여 PF대출의 추가 상각 및 부실채권 처리 과정의 부담은 남아 있으나, 금융당국의 관리에 따른 PF 리스크 완화 기조는 지속되고 있다.

캐피탈사의 경우, 부동산 경기가 부진한 가운데, 생산적 금융으로의 전환을 유도하는 정책 기조에 따라 기업/투자금융 등 새로운 성장동력 강화 및 성장세 회복 등의 숙제는 있다. 그러나 크레딧 투자 측면에서는 과거에 비해 리스크 관리 체제(펀더멘털)는 강화된 반면, 아직 관리 해야할 PF 부담(리스크)은 남아 있는 캐피탈사들은 좋은 투자 대상이라고 할 수 있을 것이다.

신용평가사의 기업어음 정기평가 시기, 회사채 신용등급 변동

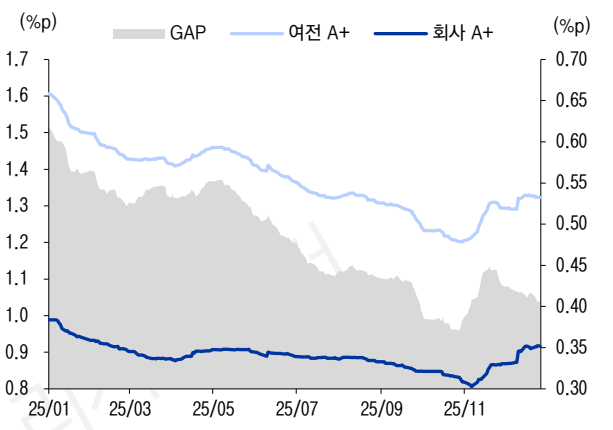
'25년 회사채는 신용 스프레드 축소뿐 아니라, 금리 레벨이 낮아지며 특히 상반기 발행이 집중된 바 있으며, 국고 금리에 따라 발행금리가 상승한 11월 이후로는 높아진 금리 부담 외에도 계절적으로도 발행이 제한적인 상황이다. 한편, 하반기 신용평가사의 신용등급 조정이 상향 및 하향 모두 다수 있었다. 석유화학, 철강 등 모니터링 업종도 있으나, 조선, 방산, 전력기기 등 다수 업종이 호황에 따른 실적 개선으로 신용등급 및 전망이 상향 조정되었다. 생산적 금융 관련 모험자본에 A- 이하 회사채가 포함되며 비우량 회사채의 수요가 확대되는 점은 있으나, 회사채 투자는 등급 및 기업에 따른 차별화된 접근이 지속될 전망이다.

그림1 여전채 vs 회사채의 신용 스프레드 GAP(AA-, 3Y)



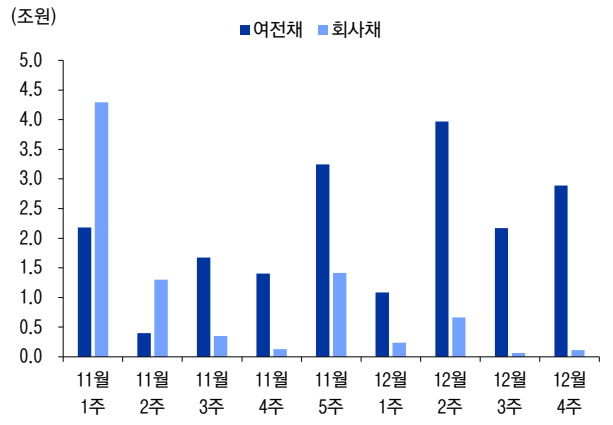
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림2 여전채 vs 회사채의 신용 스프레드 GAP(A+, 3Y)



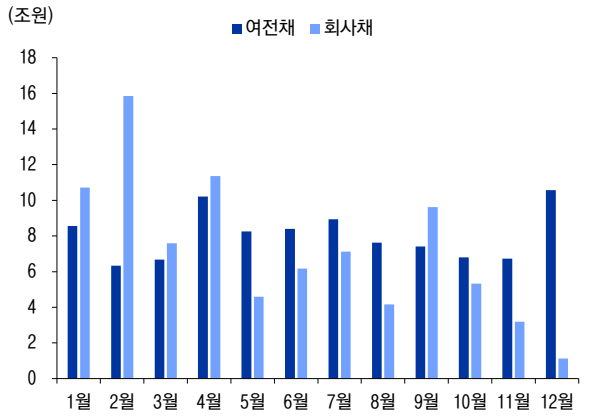
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림3 11 월 이후 여전채 및 회사채 발행 현황



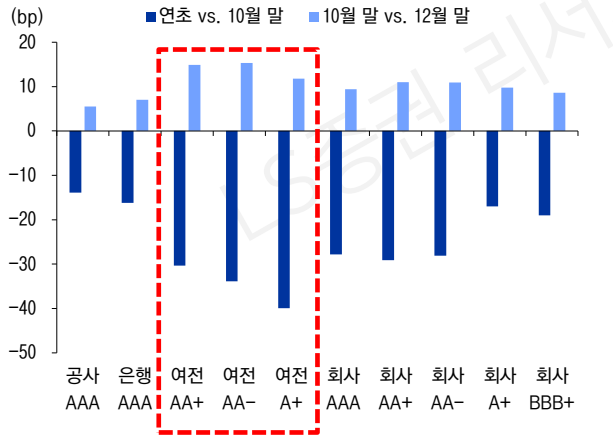
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림4 25 년 월별 여전채 및 회사채 발행 추이



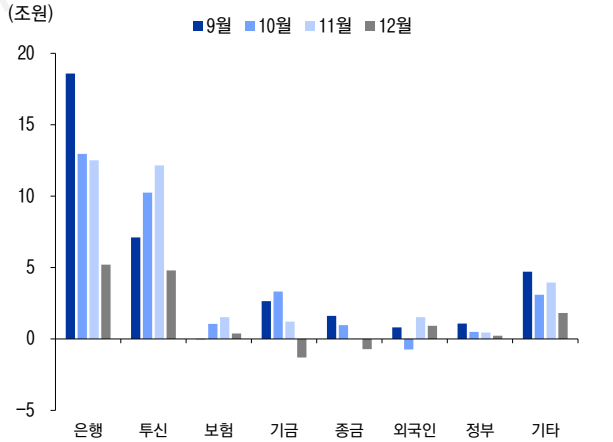
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림5 섹터 및 등급별 신용 스프레드 변화



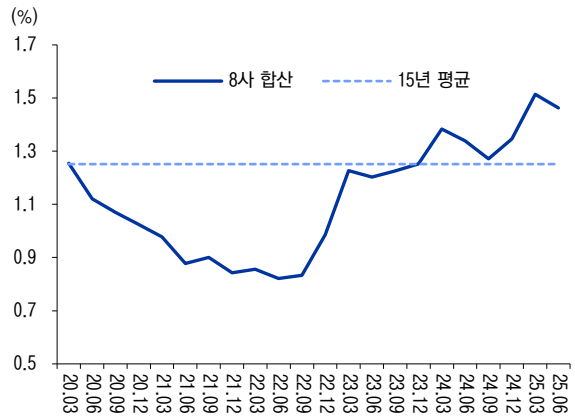
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림6 최근 기관투자자의 크레딧물 순매수 추이



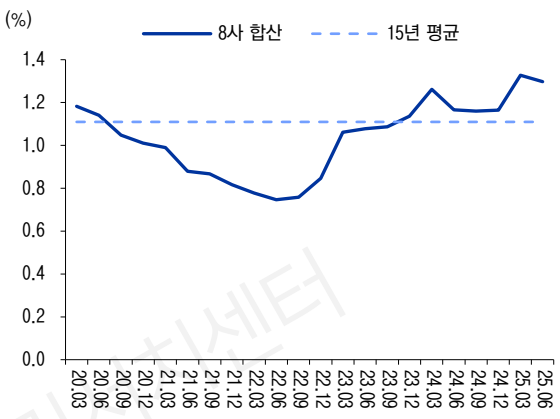
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림7 전업카드사 연체율 추이



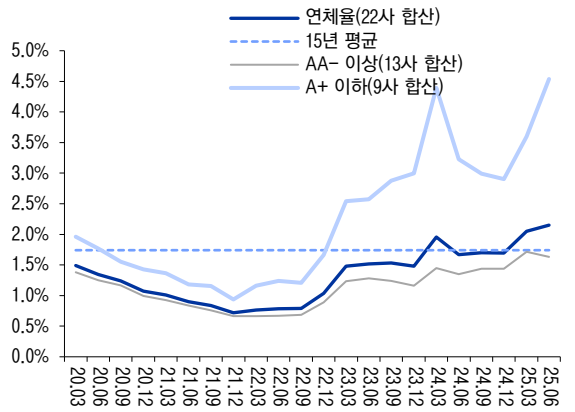
자료: 금융통계시스템, LS증권 리서치센터

그림8 전업카드사 고정이하여신비율 추이



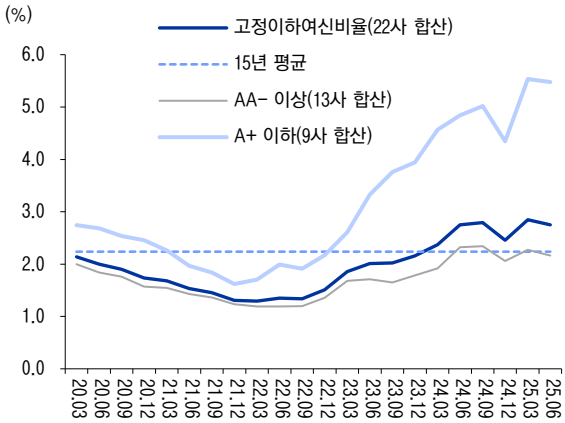
자료: 금융통계시스템, LS증권 리서치센터

그림9 캐피탈사 연체율 추이



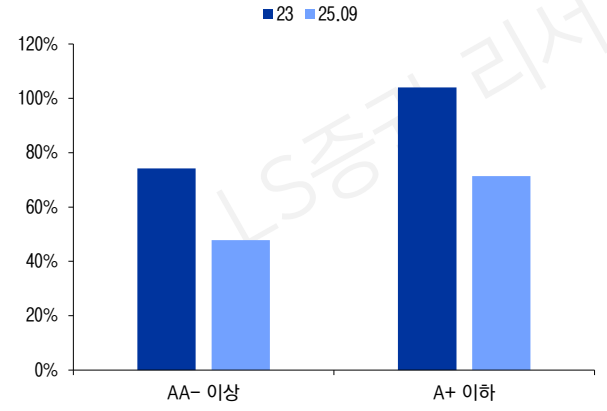
자료: 금융통계시스템, LS증권 리서치센터

그림10 캐피탈사 고정이하여신비율 추이



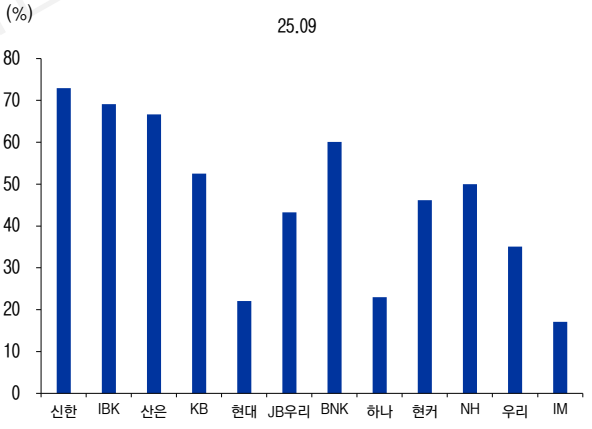
자료: 금융통계시스템, LS증권 리서치센터

그림11 캐피탈사 PF 대출 잔액/자기자본 비율



자료: 한국신용평가, LS증권 리서치센터

그림12 AA- 등급 캐피탈사 PF 대출 잔액/자기자본 비율



자료: 한국신용평가, LS증권 리서치센터

표1 '25 년 캐피탈사 등급 변동 내역

회사명	직전등급	현재등급	신평사	날짜	변경사유
키움캐피탈	A-/S	A-/P	KIS, KR, NICE	11 월	사업포트폴리오 다각화를 통해 제고된 사업안정성, 업권 내 우수한 자산건전성 지표, 수익성 개선세 지속 전망 등
아이엠캐피	A+/P	AA-/S	KIS, KR	11 월	부실자산의 적극적 상/매각 등을 통한 건전성 지표 개선 등
아이엠캐피	A+/S	A+/P	NICE	12 월	사업포트폴리오 재조정 통해 사업안정성 개선, 건전성 지표 개선, 수익성 개선 등
케이카캐피	BBB/S	BBB/P	KIS	5 월	케이카와의 장기계약에 따른 안정된 영업기반, 자금조달구조 및 유동성 대응능력
MG 캐피탈	A-/P	A/S	KIS, KR, NICE	5 월	25-2-28 일자 최대주주가 새마을금고중앙회로 변경, 최대주주의 유상증자(2 천억)를 통한 재무안정성 제고

자료: 한국신용평가(KIS), 한국기업평가(KR), 나이스신용평가(NICE), LS증권 리서치센터

주: S(전망: 안정적), P(전망: 긍정적), N(전망: 부정적), 음영은 부정적 Rating Action, 날짜는 가장 빠른 등급(전망) 변경 공시일자, 2025년 7월 이후 등급(전망)변경 내역

표2 ''25 년 기업어음 정기평정 시즌 등급 조정

회사명	직전 등급	현재 등급	신평사	날짜	변경사유
포스코이앤씨	A+/S	A+/N	KIS,	12.24	안전사고, 미분양 리스크로 인한 손실 인식 현실화, 매출채권 누적으로 확대된 재무부담
SK 피아이씨글로벌	A-/S	A-/N	KIS, NICE	12.23	중국발 공급과잉 및 글로벌 전방수요 둔화 등에 따른 영업적자 지속, 현금창출력 대비 과중한 재무부담
SK 실트론	A+/S	A+/↓	KR, KIS	12.18	최대주주 변경 관련(현, SK㈜ → 우선협상대상자로 ㈜두산 선정)
KCC 건설	A-/N	A-/S	KIS, NICE	12.16	지방 미분양 관련 손실에도 일반건축사업, 토목부문 중심으로 영업실적 회복, 주요 주택 현장 관련 PF 우발채무 리스크 축소
넷마블	A+/N	A+/S	KIS, KR	12.11	지속적인 신작 흥행, 비용구조 개선에 힘입어 이익창출력 회복, 개선된 현금창출력 및 자산매각 등을 통해 자금소요에 대응
키움캐피탈	A-/S	A-/P	KIS, KR,NICE	12.22	사업포트폴리오 다각화를 통해 제고된 사업안정성, 업권 내 우수한 자산건전성 지표, 수익성 개선세 지속 전망 등
아이엠캐피탈	A+/P	AA-/S	KIS, KR	11.25	부실자산의 적극적 상/매각 등을 통한 건전성 지표 개선 등
아이엠캐피탈	A+/S	A+/P	NICE	12.11	사업포트폴리오 재조정 통해 사업안정성 개선, 건전성 지표 개선, 수익성 개선 등
메리츠증권	AA-/S	AA-/P	KIS, NICE	11.28	확대된 자본 규모, 위험 익스포져 양적부담 완화 기대
키움증권	AA-/S	AA-/P	KIS,	11.28	자본 규모 성장, 이익창출력 개선세
두산에너빌리티	BBB+	BBB+/	NICE, KR	12.23	발전기자재 산업의 우호적 업황 속 수주확대에 따라 이익창출력 개선 및 재무부담 완화 전망
SKC	A+/N	A/S	NICE, KR	12.24	업황 둔화로 영업손실 지속, 약화된 영업현금창출력 등, KIS(6 월 조정)
SK 어드밴스드	BBB+	BBB+/	NICE	12.24	불리한 수급구조 하 저조한 영업실적 지속 전망, KIS(6 월 조정)
삼양식품	A+/S	A+/P	KR,NICE	12.11	수출지역 다각화 및 해외 판매 확대를 통한 외형 성장 전망, 투자부담에도 EBITDA 확대를 바탕으로 재무구조 개선 전망
롯데컬처웍스	A2-	A3+	NICE, KR	12.24	업황 부진(국내 영화관람 수요 회복 정체)으로 사업기반 저하 지속 및 실적 변동성 확대
한화에어로스페이스	AA-/P	AA/S	KR, NICE, KIS(신규)	10.13	외형 및 이익창출 규모 확대, 다각화된 사업 포트폴리오
한화오션	BBB+	A-/S	KR, NICE	11.20	개선된 영업실적과 현금창출력 바탕으로 양호한 재무안정성 유지 전망
HD 현대	A+/S	A+/P	KR,KIS	11.13	자회사(중공업, 일렉트릭) 신용도 개선 등
HD 현대일렉트릭	A+/S	A+/P	KR,KIS	11.13	업황 호조, 양질의 수주에 힘입어 외형 및 이익창출규모 확대
HD 현대중공업	A+/S	A+/P	KR,KIS	11.06	조선업황 개선된 가운데 우수한 영업실적 지속 전망
효성중공업		A+/S	KR(신규)	11.06	경쟁력 높은 사업 포트폴리오, 우수한 재무안정성
효성중공업	A/S	A/P	KIS, NICE	10.02	해외 전력기기 수요 확대에 따른 영업실적 개선

자료: 한국신용평가(KIS), 한국기업평가(KR), 나이스신용평가(NICE), LS증권 리서치센터

주: S(전망: 안정적), P(전망: 긍정적), N(전망: 부정적), 음영은 부정적 Rating Action, 날짜는 가장 빠른 등급(전망) 변경 공시일자, 2025년 7월 이후 등급(전망)변경 내역

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.