2026.01.07

iM Weekly Credit

25년 신용등급평가 결산: K자형(양극화)의 지속

Credit Brief

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

Check Point

1. 25년 신용등급평가 결산: 상향기조로의 점진적 복귀 중
2. 엇갈린 업황 속 신용등급 평가의 양극화 지속, 신용등급 변동 예측 가능성 상승과 민평 가격 반응의 시차 축소 가능성은
3. 26년 신용등급 관련 모니터링 이슈: 1)계열지원가능성, 2)특정 산업 구조조정과 정책, 3)한계등급 스플릿 구조

25년 신용등급평가 결산: 상향기조로의 점진적 복귀 중

25년 신용등급 정기/수시 평가가 마무리되었다. 상반기 상향 60개 / 하향 72개에 더해 하반기 평가에서 총 17개의 신용등급 상향 / 10개의 하향이 발생하면서 0.94배의 상하향배율을 기록하였다. 22년 1.37배를 기록 후 지속적으로 신용등급 하향압력이 앞서면서 24년에는 0.57배를 기록했던 상하향배율이 25년들어 회복 추세 보인 것은 고무적이다. 통상 전망 부여 후 1~2년의 기간 소요 뒤 등급 변경이 관찰되었던 것을 고려한다면 점진적으로 크레딧 펀더멘탈이 회복되고 있는 구간에 돌입했음을 고려할 수 있다. 한편 25년말 기준 신용평가 3사의 등급전망 부여 내역을 보면 한신평 긍정적 24/부정적 21, 나신평 29/38, 한기평 25/27로 평가사별 편차가 존재함을 알 수 있으나 부정적 기조가 상반기대비 완화되었다는 점에서 긍정적인 부분을 찾을 수 있다. 한편 신용평가사별 상하향배율은 3사 모두 1배 수준 가까이에 다다른 가운데 한기평은 상향우위기조를 보였다.

엇갈린 업황 속 신용등급 평가의 양극화 지속, 신용등급 변동 예측 가능성 상승과 민평 가격 반응의 시차 축소 가능성은

한편 특징적인 점은 신용등급평가에서도 K자(양극화) 움직임이 지속된다는 점인데, 우호적 업황을 가진 업종과 그렇지 않은 업종의 차별화가 뚜렷하게 진행되었다. 지속적인 비우호적 업황 리스크와 수익성 저하에 직면했던 석유화학, 건설 업종의 하향 추세가 3사 모두에서 나타났으며, 유통업종 또한 내수 부진의 영향을 받으며 25년 등급하향기조를 보였다. 금융산업에서는 저축은행 등 건전성 부담을 보인 업종이 하향되었다. 한편, 방산, 전력기기, 조선 업종 등은 우호적 업황에 따른 수익성 제고와 재무상태 개선이 나타나며 신용등급 상향을 보였다. 금융산업에서는 생명보험, NPL, 하반기에는 캐피탈사에서 신용등급 상향이 나타났다. 1~2년 사이 이러한 K자 신용등급 변동이 지속적으로 나타났다는 점과 더불어 현재 신용평가사의 전망부여내역에서 업종간 차별화가 아직도 뚜렷하다는 점에서 내년 상반기 평가 또한 양극화 흐름으로 흘러갈 가능성이 있다.

한편 이러한 양극화의 지속은 신용등급 예측을 통한 매수/매도를 진행하는 투자자들로 하여금 예측 확률을 높이는 부분으로 민평에 미리 반영될 수 있음을 시사한다. 하지만 아직까지 전망부여와 등급변경 사이의 민평가격 반영 괴리는 일정 부분 축소되지 않는 움직임을 보이고 있다. 예를 들어 한화에어로스페이스(AA-/P → AA0/S)의 경우 신용등급 변경 이후에 민평금리에 반영되는 모습을 보였으며, 신용등급 변경일과 민평가격 반영일간 국고대비 민평 스프레드 차이는 3년 기준 2.6bp로, 만기가 길수록 더 가팔라지는 구조를 보였다. 당장은 민평가격에 온전히 신용등급 변동이 사전에 반영되는 수준은 아니나, K자형 신용등급 평가기조가 지속되는 환경 속 특정 산업/기업을 겨냥한 신용등급 예측성 매수/매도가 증가하면서 민평가격에 반영되는 시차도 줄어들 수 있다는 의견이다.

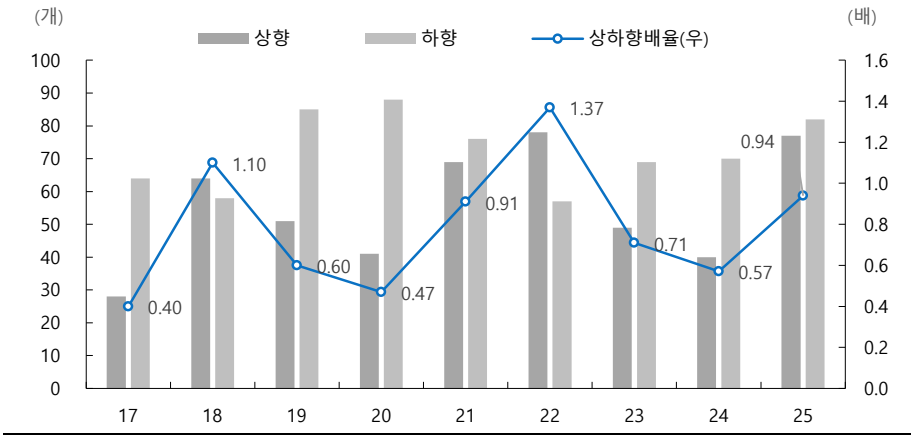
26년 신용등급 관련 모니터링 이슈: 1)계열지원가능성, 2)특정 산업 구조조정과 정책, 3)한계등급 스플릿 구조

26년을 맞이하여 상반기까지 정기평가가 다시 진행될 예정인데, 살펴봐야 할 포인트를 정리했다. 1)계열지원가능성이다. 25년은 업종간 차별화도 뚜렷했으나 그룹간 신용등급 차별화도 뚜렷하게 나타났다. 일부 그룹은 재무구조 개선을 위한 계열회사 매각을 진행할 가능성이 상존해 있고, 이에 해당하는 기업의 경우 기존 반영되어있던 계열지원가능성이 신용평가요소에서 빠지게 되어 Notch 변동이 일어날 수 있다.

2)특정 산업 구조개편의 문제와 정책도 살펴봐야 한다. 석유화학업종의 경우 작년말까지 개별기업의 사업재편안을 받았고, 올해부터 본격적 구조조정이 시작되겠으나, 실제 효과가 나타나기까지는 시간이 소요될 것이며, 설비 통폐합과 규모 감축 측면에서 재무상황의 변동성이 확대될 수 있다. 한편 건설업종은 중대재해처벌법 등 정책의 영향을 지속적으로 받을 수 있으며 등급평가시에 직간접적으로 반영될 수 있는 구조이기에 모니터링해야 한다.

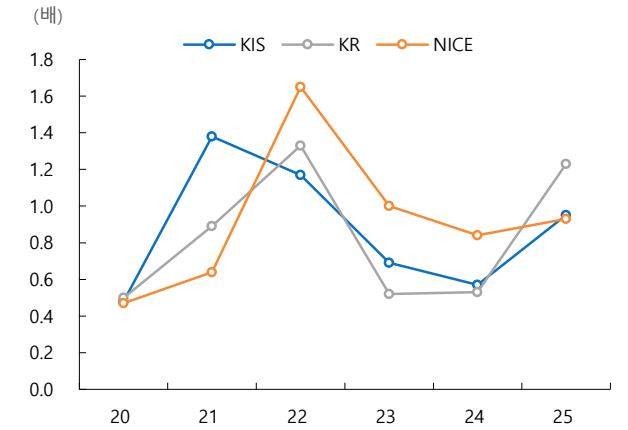
3)스플릿 구조도 염두에 두어야 한다. 신용등급 스플릿구조(전망 포함)는 25년 상반기 24개에서 25년말 16개로 감소했다. 다만 한계등급에 걸려있는 일부 경우(부정적→하향 시)에는 사채계약 상 조기상환의무 트리거에 해당할 경우도 존재하여 지속적 모니터링이 필요하다.

그림1. 25년 신용등급평가: 상하향배율 0.94배로 24년 0.57배 대비 반등 성공



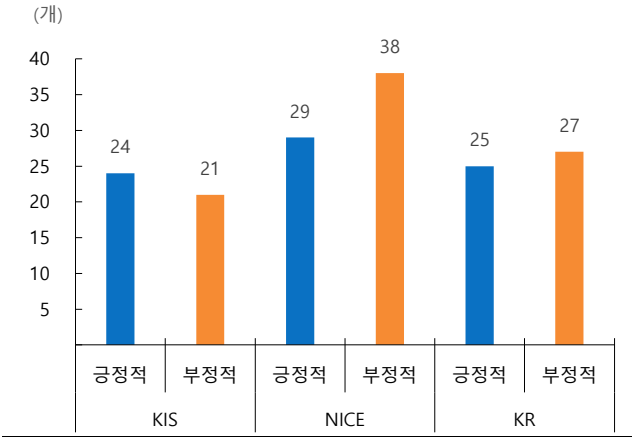
자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부
주 신용평가사별 중복 허용, 장단기등급 포함

그림2. 신용평가 3사 상하향배율 추이: 25년 회복추세로의 복귀



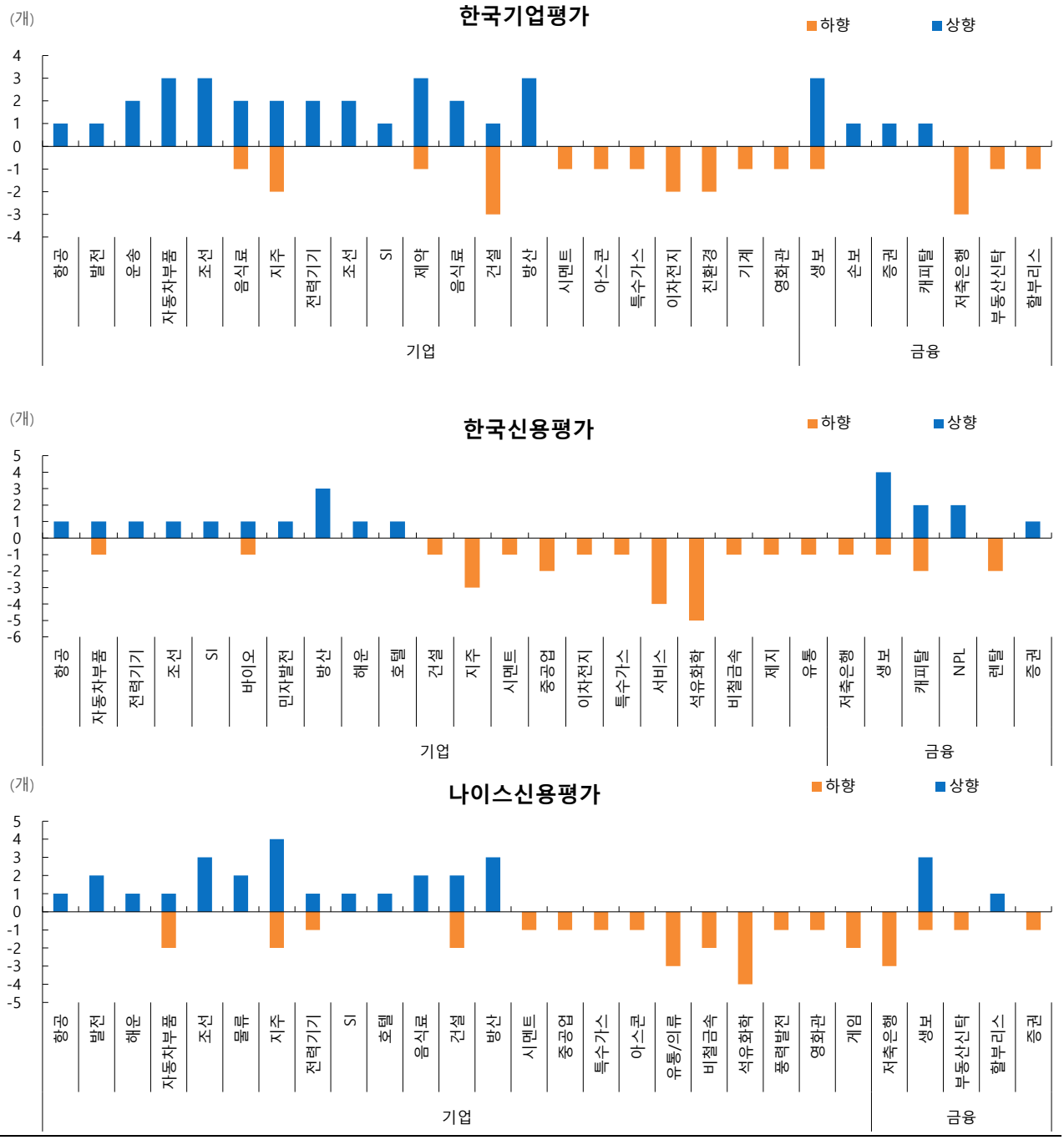
자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부

그림3. 신용평가 3사 현재 등급 전망 부여내역: 부정적 쏠림에서 회복하고는 있으나 아직까지는 부정적 우위



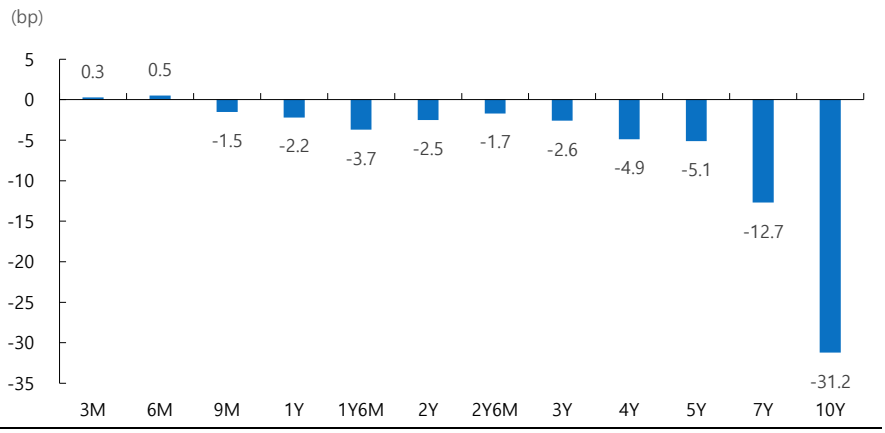
자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부

그림4. 25년 신용평가 3사 업종별 장/단기 신용등급 변동 현황: 방산/조선 등 우호적 업황과 석유화학/건설 등 비우호적 업황의 양극화가 나타난 25년 신용평가



자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부

그림5. 한화에어로스페이스(AA0) 신용등급변경 및 민평반영일(영업일+1)간 국고대비 민평금리 스프레드 차이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림6. 25년 신용평가 후 기업 스플릿구조 현황: 25년 상반기 24개에서 16개로 감소. 다만 한계등급에서 스플릿 구조 형성된 경우 모니터링 필요

회사명	한기평			한신평			나이스		
	등급	전망	평가일	등급	전망	평가일	등급	전망	평가일
호텔신라	AA-	부정적	2025-06-25	AA-	안정적	2025-04-14	AA-	부정적	2025-04-16
S-Oil	AA+	안정적	2025-10-14	AA	긍정적	2025-10-15	AA	긍정적	2025-10-15
현대엘리베이터	A+	부정적	2025-06-23				A	안정적	2025-06-30
동화기업				BBB+	안정적	2025-06-27	A-	부정적	2025-05-23
SK실트론	A+	부정적검토	2025-12-19	A+	부정적검토	2025-12-18	A+	안정적	2025-04-30
파라다이스	A	긍정적	2025-10-01				A+	안정적	2025-10-01
이랜드월드	BBB	안정적	2025-08-18	BBB	부정적	2025-06-25	BBB	안정적	2025-08-19
LG화학	AA+	부정적	2025-06-19	AA+	안정적	2025-06-20	AA+	부정적	2025-06-19
콘텐트리중앙	BBB	부정적	2025-06-27	BBB-	안정적	2025-12-29			
포스코인터내셔널	AA-	안정적	2025-06-27	AA-	긍정적	2025-08-28	AA-	긍정적	2025-12-30
에코프로	BBB+	안정적	2025-06-25				A	부정적	2025-06-23
풀무원식품	BBB+	안정적	2025-06-26				A-	부정적	2025-06-27
동아에스티	A+	부정적	2025-08-22	A+	안정적	2025-08-25	A+	부정적	2025-06-30
에코프로비엠	A-	안정적	2025-06-25				A	부정적	2025-06-23
에스엘엘중앙	BBB	부정적	2025-09-11	BBB	안정적	2025-09-11	BBB	부정적	2025-06-30
SK쉴더스	A	부정적	2025-06-30	A-	안정적	2025-06-19			

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 주황색 음영은 한계등급 스플릿구조 형성된 경우, 회사채 한정

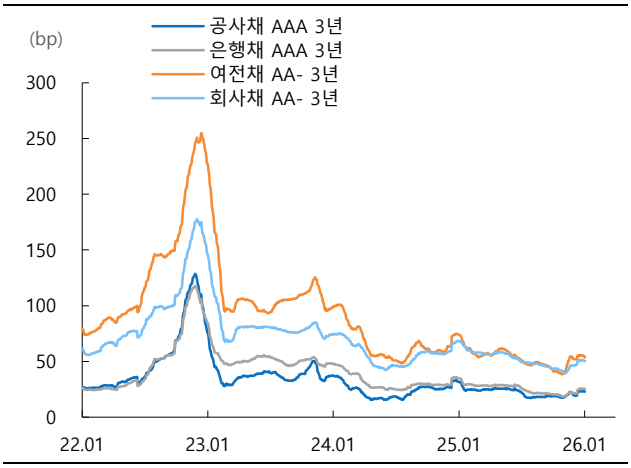
표1. 주요 채권 금리 및 스프레드 변동

구분		금리					신용스프레드					금리 변동(1W, bp)					신용스프레드 변동(1W, bp)				
		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
국고채		2.54	2.93	3.24	3.38	3.39	-	-	-	-	-	-2.5	-3.4	-0.8	-3.2	0.5	-	-	-	-	-
공사채	AAA	2.79	3.16	3.43	3.49	3.60	28.4	23.0	19.2	10.3	21.7	-0.9	-3.7	-1.2	-2.7	0.6	-4.0	-0.3	-0.4	0.5	0.1
은행채	AAA	2.78	3.18	3.50	3.56	3.84	27.5	25.4	26.2	17.2	45.2	-2.6	-3.6	-1.1	-3.0	0.3	-5.7	-0.2	-0.3	0.2	-0.2
여전채	AA+	3.01	3.34	3.57	3.94	4.77	50.5	41.0	33.3	55.2	138.4	0.4	-4.8	-2.1	-3.2	0.1	-2.7	-1.4	-1.3	0.0	-0.4
	AA0	3.02	3.38	3.76	4.16	4.94	51.8	45.6	52.2	77.4	155.4	0.3	-4.9	-2.2	-3.2	0.1	-2.8	-1.5	-1.4	0.0	-0.4
	AA-	3.08	3.46	3.85	4.37	5.17	57.5	53.8	61.6	98.2	178.0	0.3	-4.8	-2.1	-3.2	0.1	-2.8	-1.4	-1.3	0.0	-0.4
	A+	3.44	4.24	4.99	5.26	5.86	93.3	131.2	175.5	187.5	247.0	1.0	-4.5	-1.8	-3.1	0.2	-2.1	-1.1	-1.0	0.1	-0.3
	A0	4.13	5.02	5.65	5.79	6.28	162.1	209.7	241.4	240.2	289.1	0.9	-4.5	-1.8	-3.1	0.1	-2.2	-1.1	-1.0	0.1	-0.4
	A-	4.69	5.67	6.30	6.43	6.92	218.7	274.3	306.3	305.1	353.8	0.9	-4.5	-1.8	-3.1	0.2	-2.2	-1.1	-1.0	0.1	-0.3
회사채	AAA	3.00	3.26	3.55	3.63	3.91	49.3	33.4	31.3	25.0	52.3	0.8	-4.2	-1.1	-2.8	0.2	-2.3	-0.8	-0.3	0.4	-0.3
	AA+	3.05	3.35	3.62	3.74	4.19	54.9	42.1	38.0	35.7	80.3	0.8	-4.4	-1.0	-2.7	0.1	-2.3	-1.0	-0.2	0.5	-0.4
	AA0	3.09	3.38	3.68	3.84	4.52	58.4	45.3	44.6	45.5	113.9	0.8	-4.3	-1.0	-2.7	0.1	-2.3	-0.9	-0.2	0.5	-0.4
	AA-	3.12	3.43	3.78	4.04	4.89	61.7	50.3	54.8	65.4	150.2	0.8	-4.3	-1.0	-2.7	0.1	-2.3	-0.9	-0.2	0.5	-0.4
	A+	3.26	3.84	4.48	4.74	5.47	75.5	91.0	124.8	135.6	208.2	0.8	-4.1	-0.9	-2.8	0.1	-2.3	-0.7	-0.1	0.4	-0.4
	A0	3.42	4.11	4.92	5.19	5.93	91.3	118.2	168.6	180.4	254.3	1.1	-3.9	-0.8	-2.9	0.1	-2.0	-0.5	0.0	0.3	-0.4
	A-	3.69	4.56	5.51	5.72	6.44	118.1	163.4	227.4	233.4	305.7	1.1	-3.9	-0.9	-2.9	0.2	-2.0	-0.5	-0.1	0.3	-0.3
	BBB+	4.76	6.86	7.41	7.52	7.93	225.8	393.0	417.1	413.6	454.6	1.2	-3.9	-0.8	-2.9	0.1	-1.9	-0.5	0.0	0.3	-0.4

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

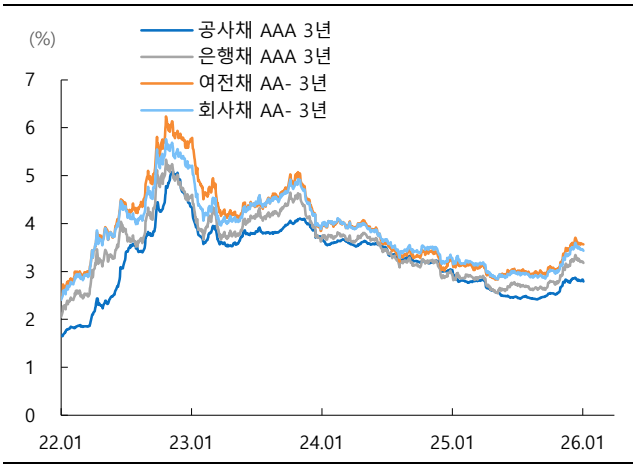
주: 민평4사 평균, 1년물은 통안채 대비 스프레드, 1/2 기준

그림7. 주요 채권 스프레드 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림8. 주요 채권 금리 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 주간 주요 기업 회사채 발행 현황(수요예측)

종목명	신용등급	발행일	발행예정액(억원)	유효수요액(억원)	만기(년)	유효경쟁률(:1)	금리밴드(bp, %) 기준	하단	상단	낙찰금리(%p, bp)

자료: 인포맥스, Dart, iM증권 리서치본부
주: 12/29~1/2 기준

표3. 주간 기업 신용등급/전망 변동 현황 (0건/4건)

회사명	평가사	등급변동	적용등급 변경전	변경후	변경일	변동요인
포스코인터내셔널	NICE	전망상향	AA-/S	AA-/P	12/30	사업포트폴리오 강화를 통한 EBITDA 창출력 개선
한국항공우주산업	KIS	전망상향	AA-/S	AA-/P	12/30	이익창출력 및 재무안정성 개선 전망
에스케이지오센트릭	KIS	전망하향	AA-/S	AA-/N	12/29	주력 제품의 비우호적 수급환경과 이익창출력 약화
한진	KIS	전망상향	BBB+/S	BBB+/P	12/29	다각화된 사업포트폴리오 통한 우수한 사업안정성

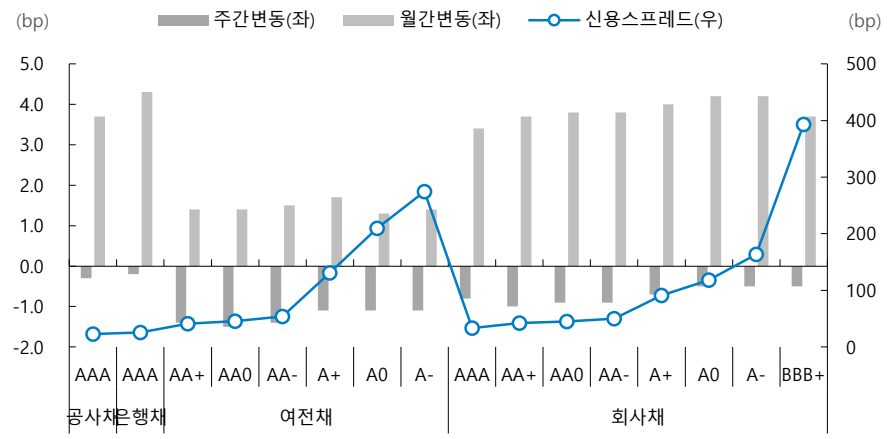
자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부
주: BBB+급 이상 무보증 회사채만 기재, 12/29~1/2 기준

표4. 주간 공사/공단채 발행 현황

종목명	표준코드	신용등급	발행일	발행액(억)	만기(년)	확정금리(%)	민평대비(bp)
도로공사985	KR350701JFC3	AAA	2025-12-30	500	20	4.7	121.2
한국수자원공사294	KR350903GFC1	AAA	2025-12-29	500	3	3.195	1
주택금융공사244(사)	KR354413GFC7	AAA	2025-12-29	500	2	2.902	-2
주택금융공사245(사)	KR354414GFC5	AAA	2025-12-29	600	3	3.00	-3.4

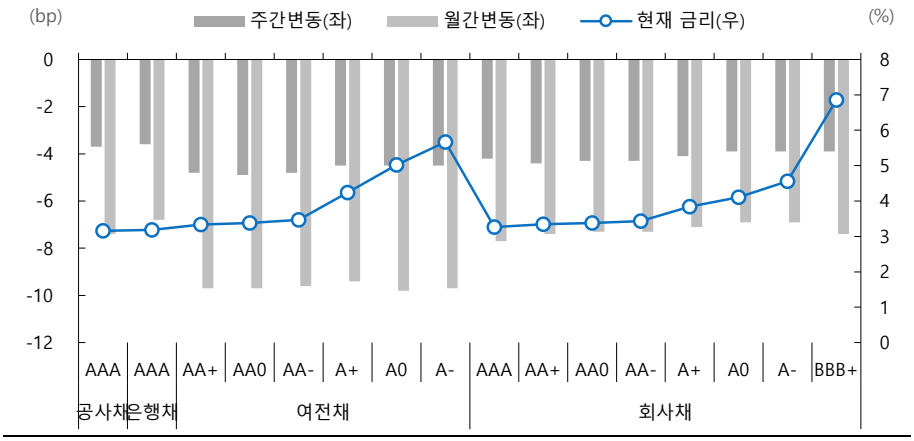
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 12/29~1/2 기준

그림9. 주요 채권 스프레드 변동(3년물 기준)



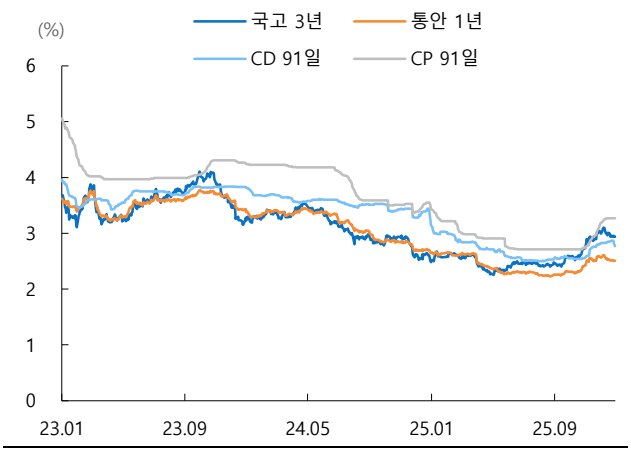
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1/2 기준

그림10. 주요 채권 금리 변동(3년물 기준)



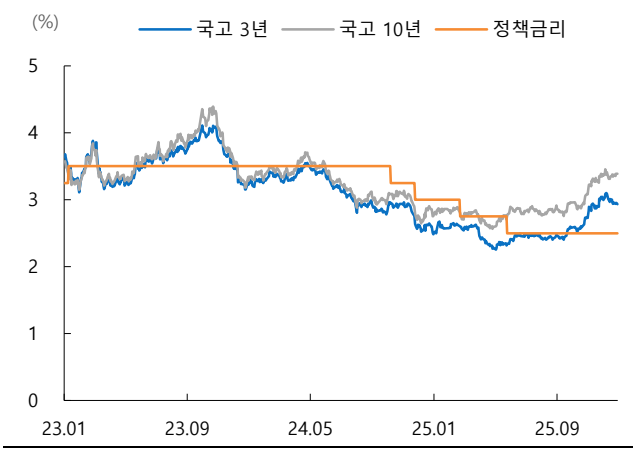
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1/2 기준

그림11. 주요 단기 금리 추이



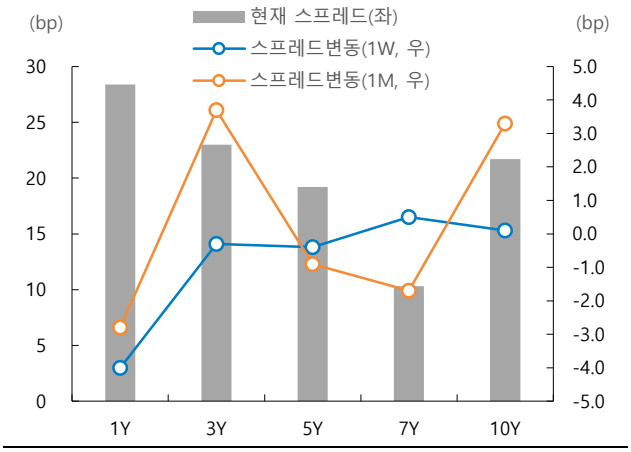
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림12. 국고채 및 정책금리 추이



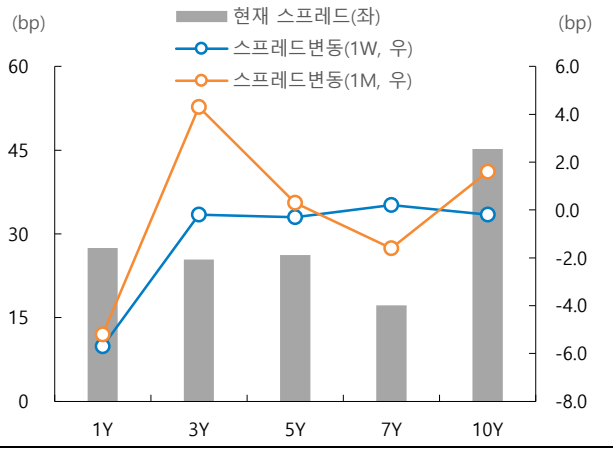
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림13. 공사채 AAA 등급 스프레드 변동



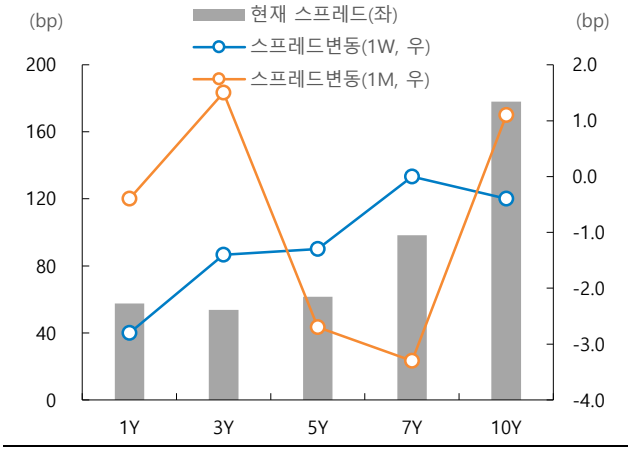
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1/2 기준

그림14. 은행채 AAA 등급 스프레드 변동



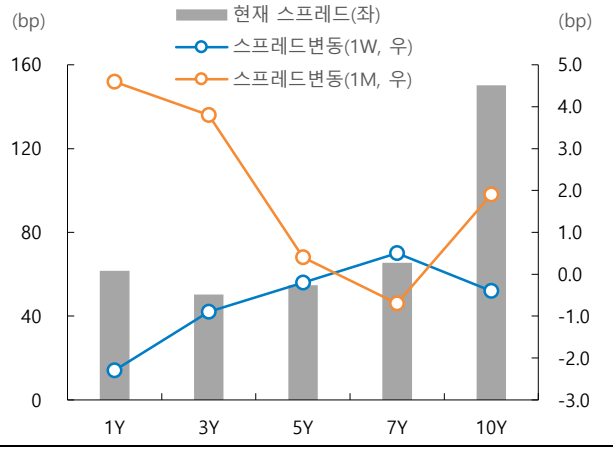
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1/2 기준

그림15. 여전채 AA- 등급 스프레드 변동



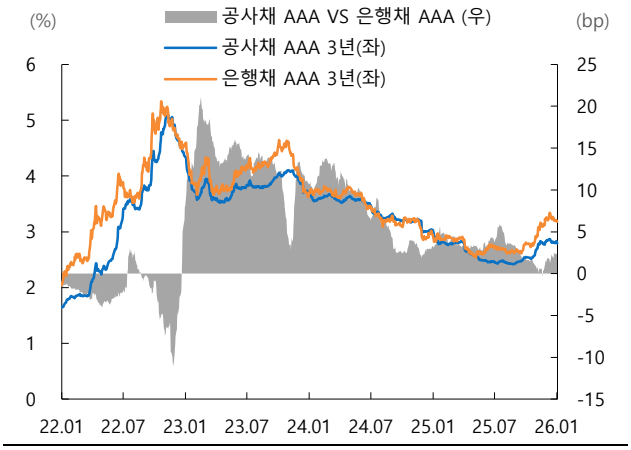
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1/2 기준

그림16. 회사채 AA- 등급 스프레드 변동



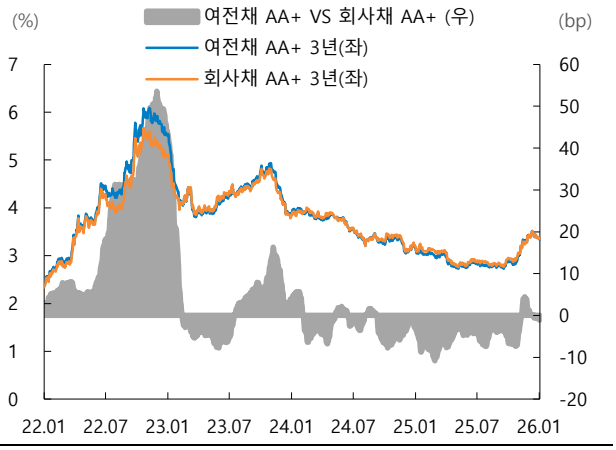
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1/2 기준

그림17. AAA 등급간 스프레드 변동(공사채 VS 은행채)



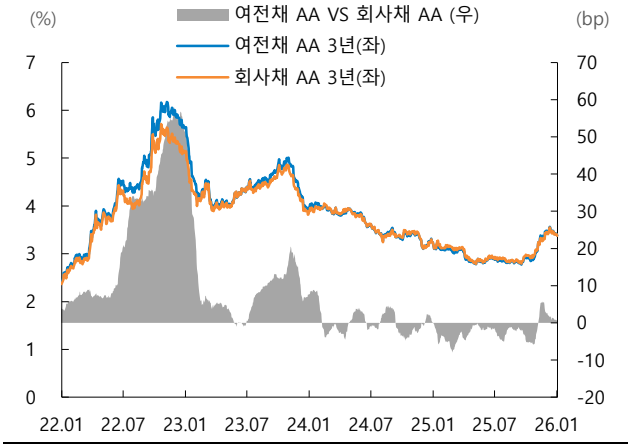
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림18. AA+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



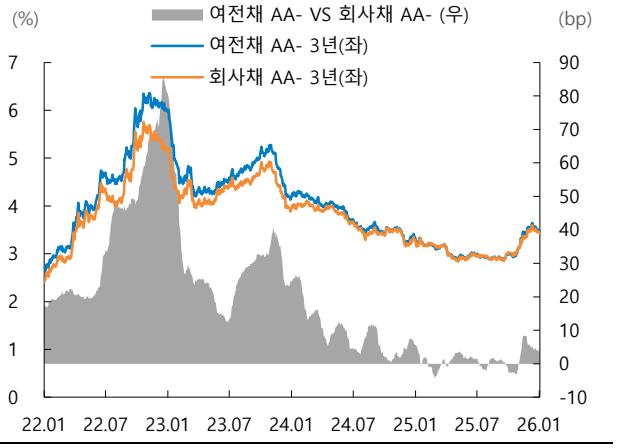
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림19. AA 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



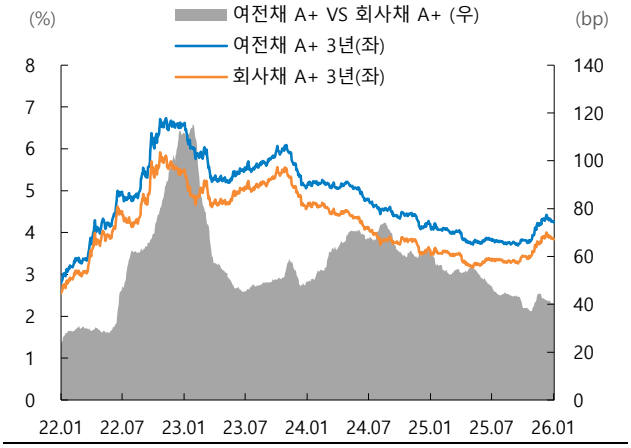
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림20. AA- 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



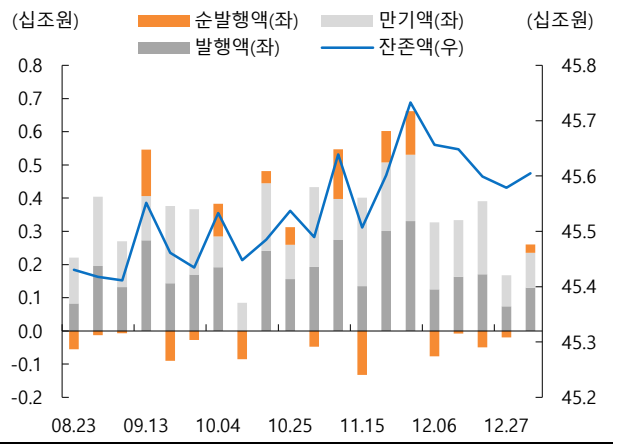
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림21. A+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



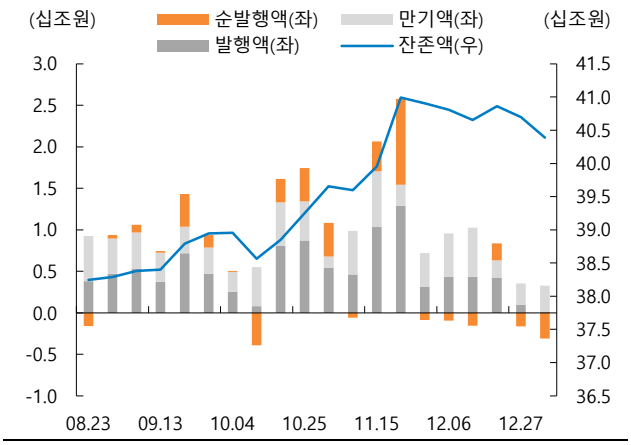
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림22. 공사채 발행 추이



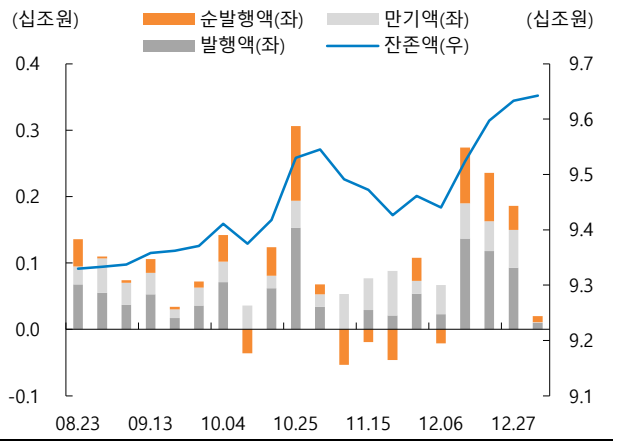
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림23. 은행채 발행 추이



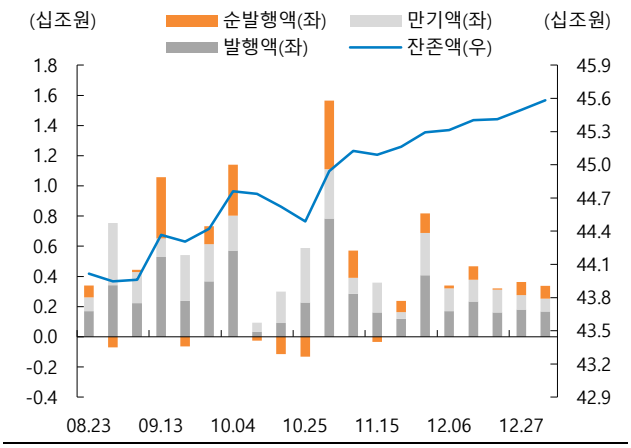
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림24. 여전채 발행 추이



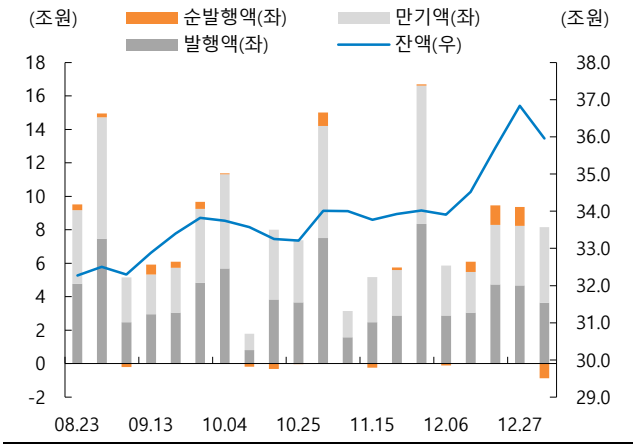
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림25. 회사채 발행 추이



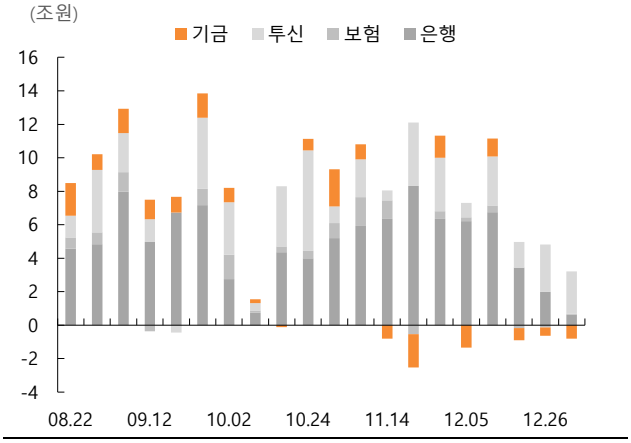
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림26. PF - CP/전단채 발행 추이



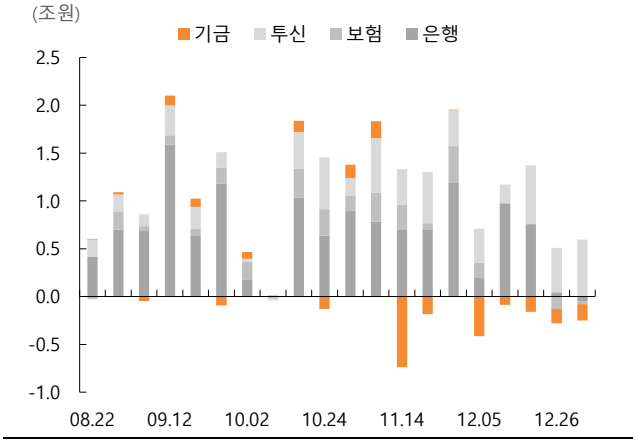
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림27. 전체 채권 순매수 거래대금 추이



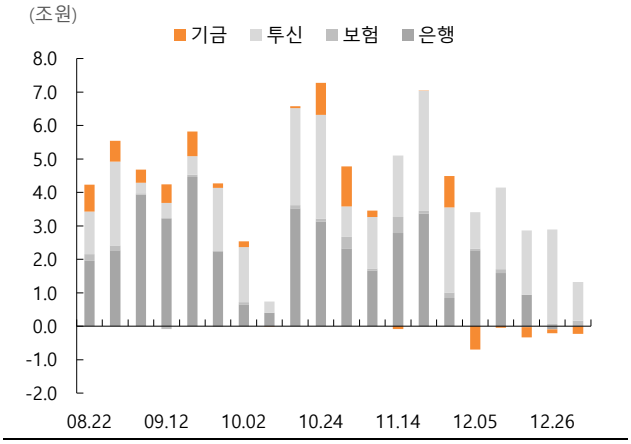
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림28. 특수채 순매수 거래대금 추이



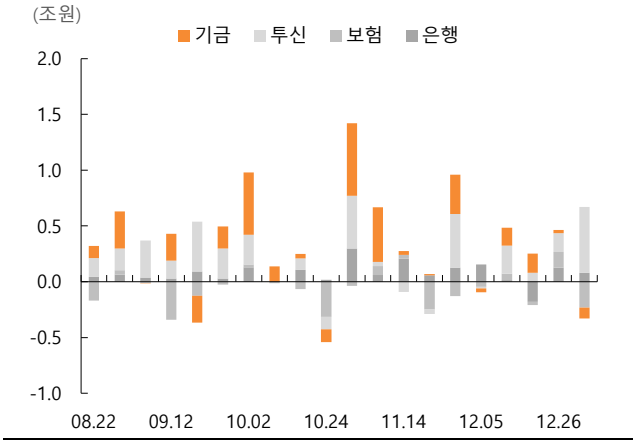
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림29. 금융채 순매수 거래대금 추이



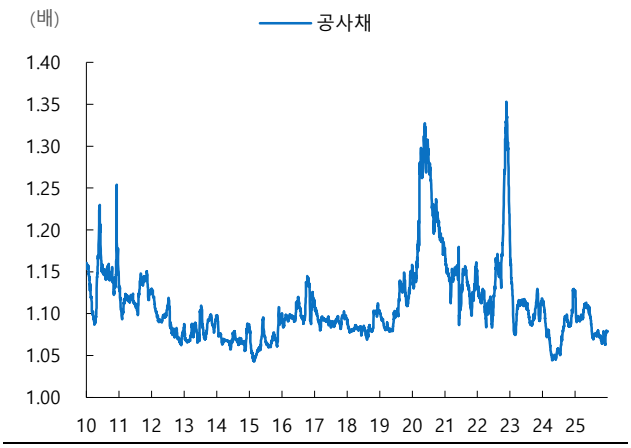
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림30. 회사채 순매수 거래대금 추이



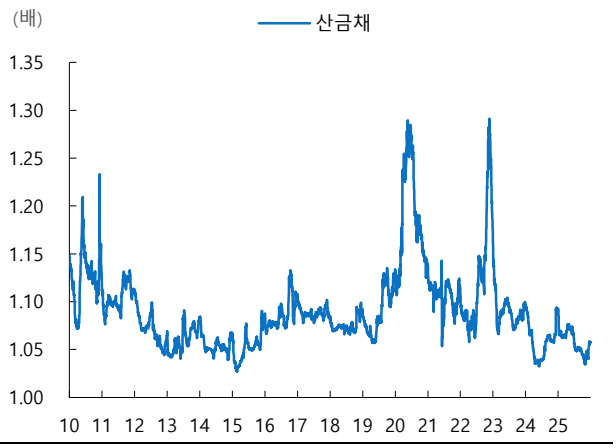
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림31. 공사채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



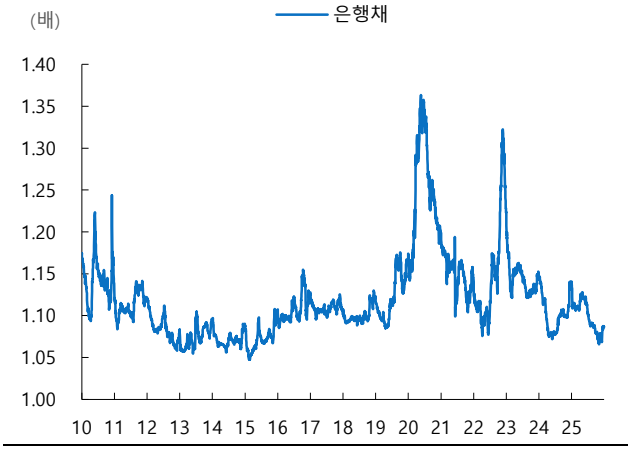
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림32. 산금채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림33. 은행채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

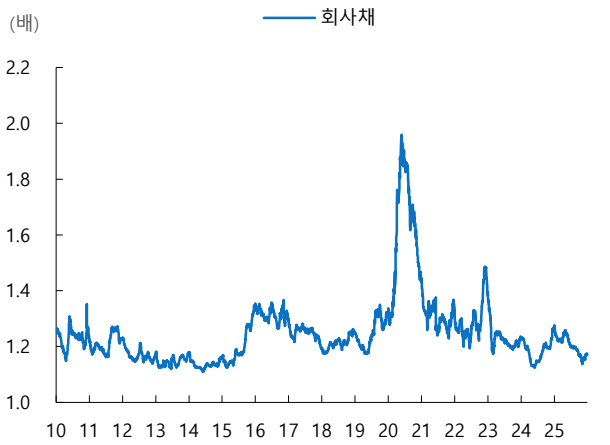
그림34. 카드채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림35. 캐피탈채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림36. 회사채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

・당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
・당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이승재)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.