[크레딧]

똘똘한 한 채 고르기

비우량 회사채 편(Feat. 기관과 리테일 모두를 위한)

iM증권

2025.09.15

In-Depth Report

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

CONTENTS

[시장분석]

Ⅰ. Summary 3

Ⅱ. 비우량 회사채 수급의 A to Z 4

Ⅲ. 비우량 회사채, 똘똘한 한 채를 담아야 할 때 15

[iM에서 추천하는 비우량 회사채 5선] 22

Summary

비우량 회사채 수급의 A to Z

- 00년 채권시가평가 도입 초기만 하더라도 비우량 회사채 발행량이 많았으나 크레딧 이벤트를 겪으면서 부실기업 구조조정, 산업 성장에 따른 신용등급 상승으로 비우량 회사채 발행량은 축소. 그렇다고 하더라도 올해 비우량 회사채 발행시장을 보면 일부 노이즈 발생했던 발행사 제외하고는 우호적이었음
- 비우량 회사채 잔고로 보았을 때 가장 많은 잔고를 보인 투자자는 기타법인, 그 다음은 개인, 운용 순. 기타법인의 비우량회사채 잔고는 유지(4.6조원). 개인의 투자잔고는 감소하는 반면 운용(공모+사모)의 투자잔고는 23년말 이후 빠르게 치고 올라와 현재 2.6조원 수준에 다다랐음. 개인의 경우 자산시장 상황에 따라 투자비중을 유연하게 조절하는 한편 기관의 경우 자산 보유 비중을 일정하게 유지. 운용의 경우에는 금리인하 기대감에 따른 시장금리 하락에 운용 수익률을 맞추기 위해 고금리 회사채를 편입할 필요 → 비우량 회사채, 여전채 등 편입 시작. 기타법인의 비우량회사채 잔고 비중은 29%, 개인은 25%, 운용은 16% 차지하고 있음
- 새로운 비우량 회사채 투자주체 등장할 전망. 종투사 발행어음 및 IMA 운용 규제 개편이 이루어지는데 전체 운용자산에서 발행어음 조달액의 10% 이상을 모험자본에 공급해야 하며 이는 단계적으로 상향되어 최종적으로 25%까지 맞추어야 함. 모험자본에는 중소·중견기업 자금공급, A급 이하 채무증권, 채권담보부증권(P-CBO) 매입, 하이일드펀드 등이 해당. 모험자본 공급의무에 따라 A급 이하 회사채 새로운 투자 주체 등장 → 시장 확장 전망

비우량 회사채, 똘똘한 한 채를 담아야 할 때

- 26년 상반기까지 금리인하 기조 이어진다고 할 때 시장금리 하락은 고금리 비우량 회사채 투자에 우호적. 25년 실적에 대한 우려도 많았지만 작년 상반기 대비 싱글A급 실적은 개선된 편. 하지만 YNCC 등 비우량 등급 내 크레딧 노이즈 지속되고 있는 점 등 고려하면 펀더멘탈 고려한 선별적 투자전략 유효
- 주요 투자주체의 비우량 회사채 잔고를 통해 어떤 전략을 구사하고 있는지 살펴보았음. 기타법인과 개인의 비우량 회사채 잔고가 월등히 많았으며 BBB급 일부도 편입. 개인의 경우 잔존만기가 짧아 만기시까지 보유하는 전략이 나오고 있음. 한편 투자 유니버스 구성 및 리스크 관리가 체계적으로 이루어지는 운용사 A급 카피전략도 유효
- 수급상황, 금리매력, 펀더멘탈, 신용등급 4가지를 적절히 고려한 iM증권의 비우량 회사채 투자 유니버스를 제시하고자 함

iM에서 추천하는 비우량 회사채 5선

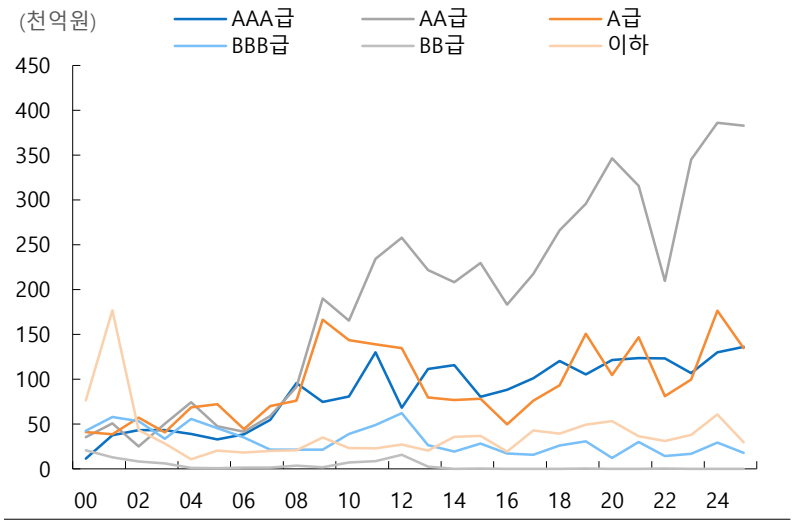
- HD현대중공업 8-3, 대한항공 111-2, 금호타이어 15-1, 한국콜마 5-2, SK에코플랜트 184-3 제시

[비우량 회사채 수급의 A to Z]

장기 시계열로 본 비우량 회사채 발행시장

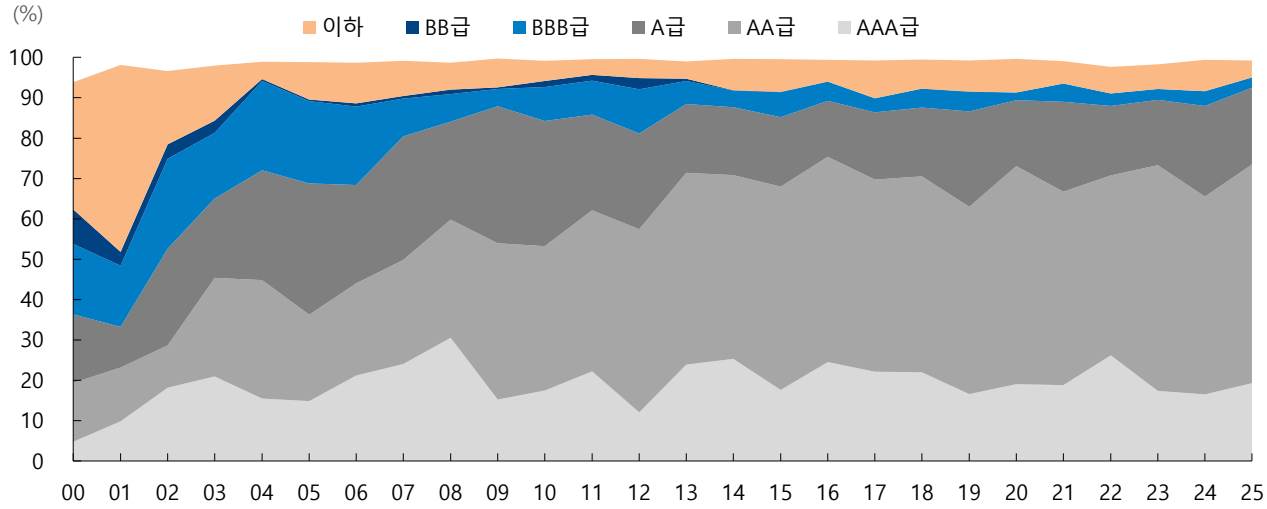
- 00년도까지만 하더라도 AAA급이나 AA급, 즉 우량채보다 비우량채로 분류되는 기업들의 사채 발행이 많았음
- 다만 각종 위기를 겪으면서 진행된 구조조정과 국내 기업 성장세는 기업 옥석 가리기를 진행했고, 전반적으로 사채발행기업의 등급 수준이 상향되는 과정에서 우량채 중심 시장 발달이 진행
- 25년 현재(9/8) AAA급 발행 비중은 19.2%, AA급은 54.2%, A급은 19.1%이며 그 이하 등급(무보증 기타 포함, 기타는 대부분 사모사채 중 신용등급이 없는 것)은 6.7%에 불과

<그림> 회사채(공+사모) 연도별 발행액 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 연도별 회사채(공+사모) 발행액 비중 추이: 00년 BBB급 이하 30%가 넘는 비중 차지, 25년 현재(9/8) 6.7%까지 하락. 다만 A급 비중 19.1%로 유지

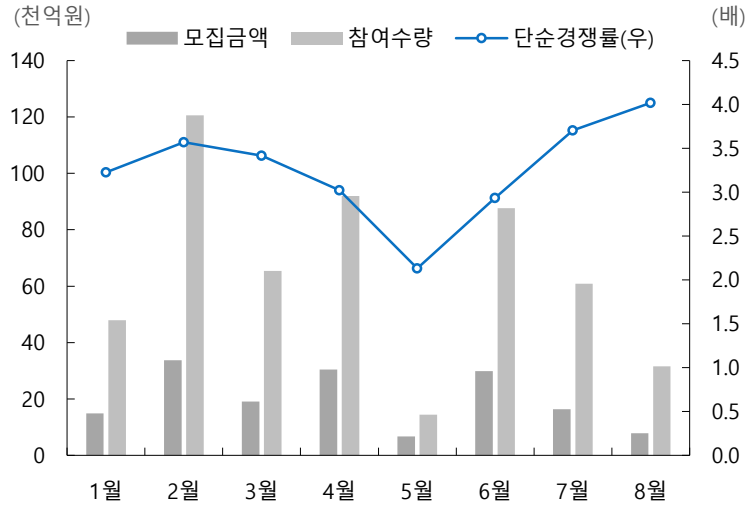


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

그럼에도 올해 비우량 회사채 발행은 전반적 호조

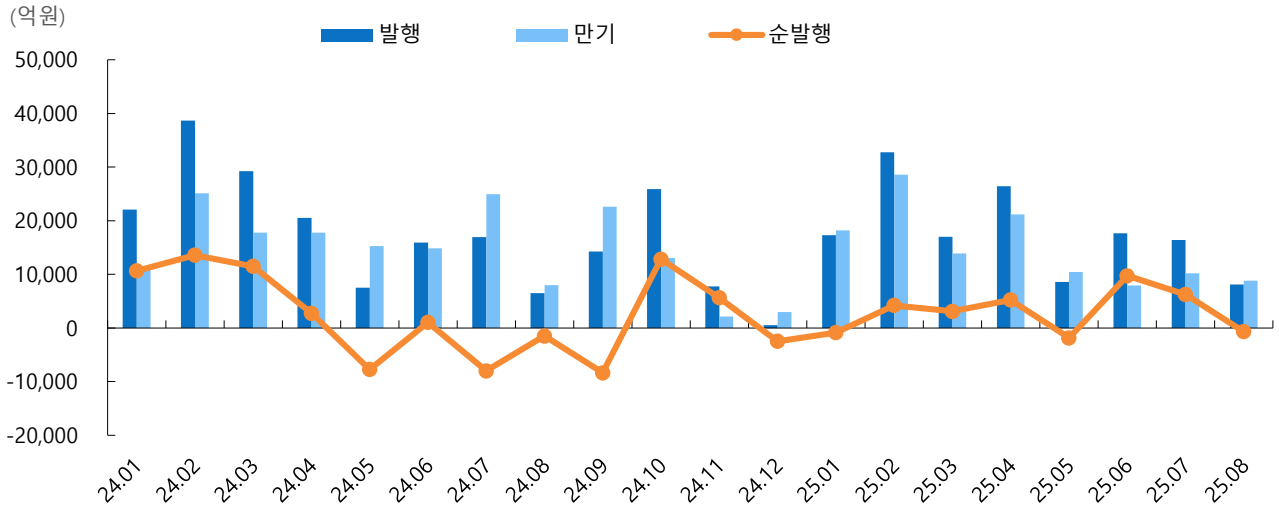
- 그럼에도 불구하고 올해 비우량 회사채 발행시장은 상대적으로 괜찮은 성과. 2월에는 공모 사채 3조3,800억원어치의 모집 수량이 있었는데 12조원이 넘는 참여수량을 기록하며 단순경쟁률 3.6배 기록
- 5월 단순경쟁률 2.1배 기록 후 8월 4.0배로 다시 회복
- 일부 신용등급 저하 우려가 있거나 재무 열위한 기업, 노이즈 발생한 기업에서는 미매각이 발생하기도 했으나 전반적으로 모집액을 채우는 모습이 나타났음
- 대출금리보다 회사채 발행금리가 더 낮아 기업 자금조달 측면에서는 회사채 발행이 유리. 25년 들어서는 5월 제외 전반적으로 비우량회사채 순발행. 8월은 비수기라 제외

<그림> 25년 비우량 회사채(공모) 단순경쟁률 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부 주: A+급 이하부터 비우량채로 분류

<그림> 24년~ 현재까지 비우량(A+급 이하) 회사채 발행, 만기 및 순발행 추이

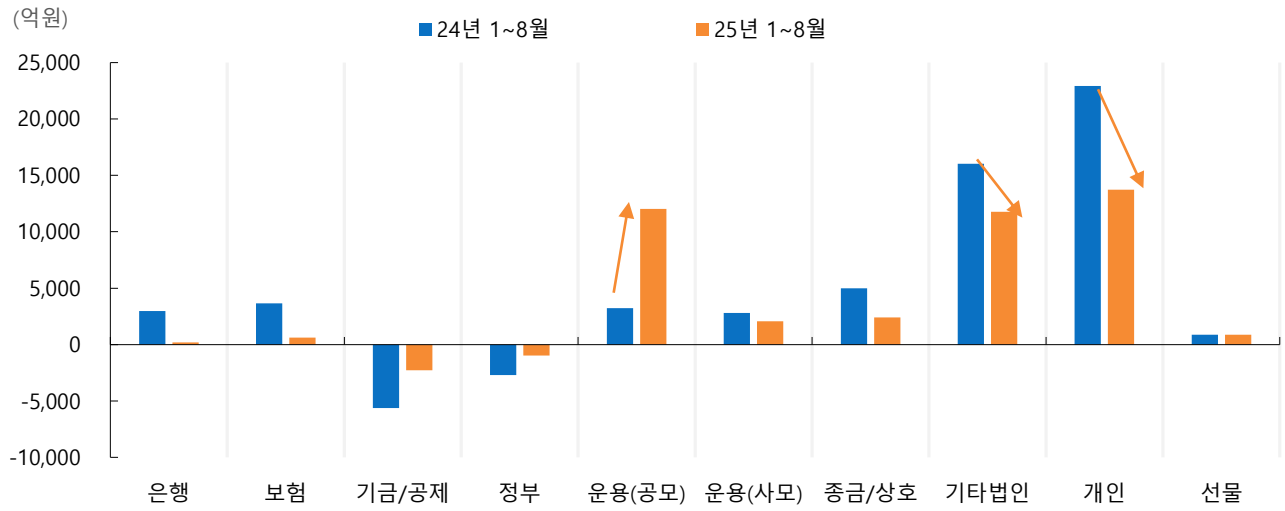


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

전년도와 비교해봤을 때 비우량 회사채 수급은 약화

- 주요 투자주체들의 작년대비 올해 비우량 회사채 순매수 강도가 약화. 올해 비우량 회사채 주요 매수주체는 개인, 운용, 기타법인 순으로 나타났음
- 이 중 기타법인과 개인의 순매수가 약화된 모습이 포착. 기타법인은 작년 1~8월 1.6조원의 A+급 이하 회사채를 순매수했으나 올해 동기간의 경우 1.2조원 순매수를 보였음. 개인의 경우에도 작년 2.2조원의 A+급 이하 회사채 순매수를 보인 반면 올해는 1.1조원 순매수하며 약 절반 가량 축소
- 운용에서 올해 1.2조원 순매수를 보이며 작년 0.3조원 대비 순매수 강도가 큰 폭 상승했으나 수급상 기타법인과 개인의 공백을 채우긴 역부족. 한편 기금/공제, 정부에서는 작년 동기간과 마찬가지로 순매도세를 보였음

<그림> 기타법인과 개인의 비우량 회사채 순매수가 감소. 운용에서 순매수 늘긴 했지만 기타법인, 개인 공백을 막기는 어려웠음

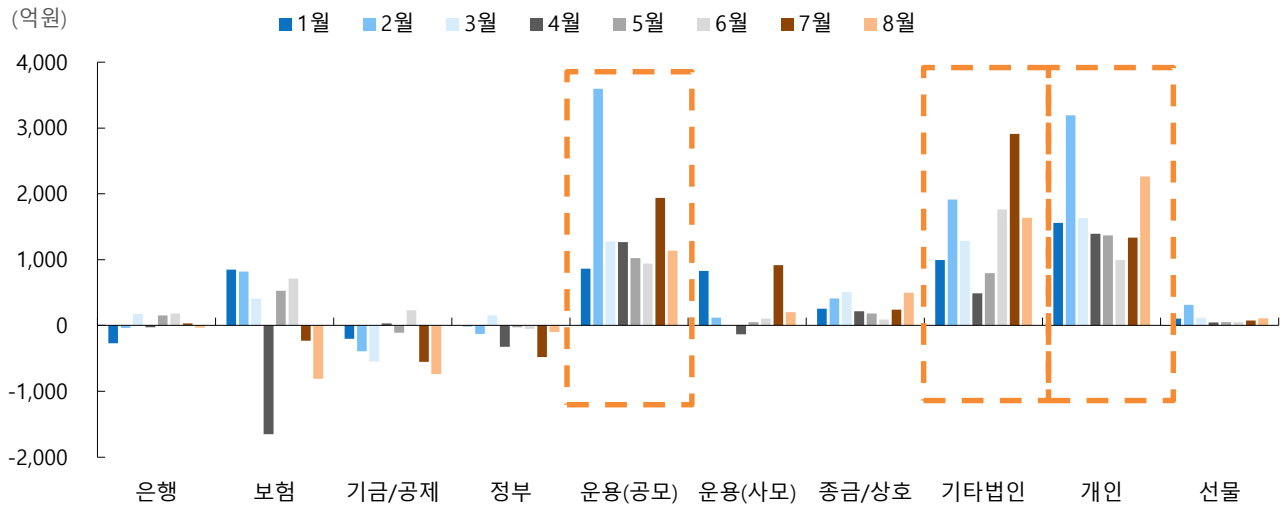


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

비우량 회사채 수급은 개인, 운용, 기타법인이 주도

- 운용: 8월까지 누적 1조2천억원 순매수. 24년 4월부터 연속 순매수 기록. 올해 2월에는 3,500억원 순매수 보이며 압도적. 운용수익률 달성을 위한 캐리 확보 및 차익거래 목적
- 기타법인, 개인: 매수 후 만기까지 보유하는 특성이라 순매도가 거의 없는 편. 개인 누적 순매수 1조3,700억원, 기타법인 1조1,800억원 순매수. 캐리 확보 목적

<그림> 25년 1월~8월 현재까지 비우량 회사채 순매수 추이: 개인 1조3,700억원, 운용(공모)1조2,000억원, 기타법인 1조1,800억원 순매수

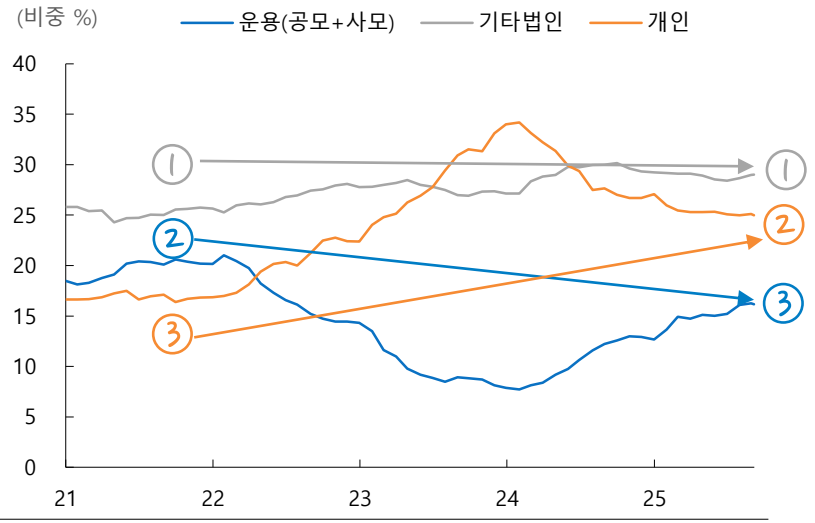


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

유지중인 기타법인과 치고 올라오는 운용

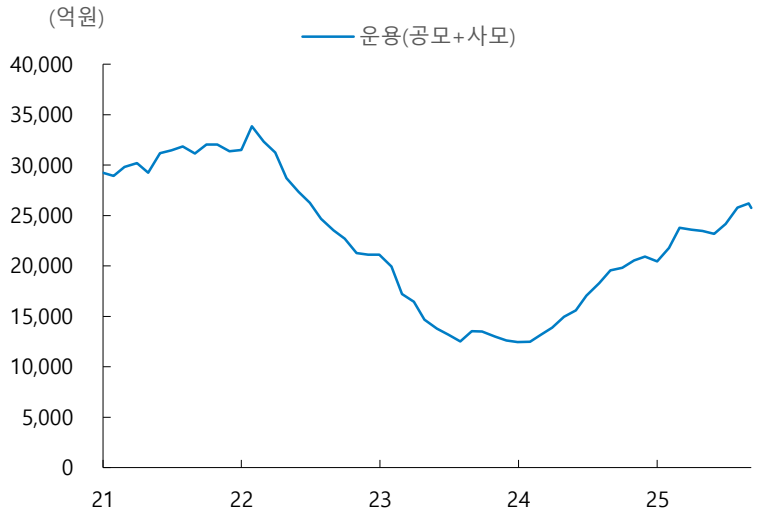
- 기타법인의 비우량회사채 잔고는 유지(4.6조원). 개인의 투자잔고는 감소하는 반면 운용(공모+사모)의 투자잔고는 23년말 이후 빠르게 치고 올라와 현재 2.6조원 수준에 다다랐음
- 개인의 경우 자산시장 상황에 따라 투자비중을 유연하게 조절하는 한편 기관의 경우 자산 보유 비중을 일정하게 유지
- 운용의 경우에는 금리인하 기대감에 따른 시장금리 하락에 운용 수익률을 맞추기 위해 고금리 회사채를 편입할 필요 → 비우량 회사채, 여전채 등 편입 시작
- 기타법인의 비우량회사채 잔고 비중은 29%, 개인은 25%, 운용은 16% 차지하고 있음

<그림> 비우량회사채 잔고 비중: 1위 기타법인, 2위 운용, 3위 개인



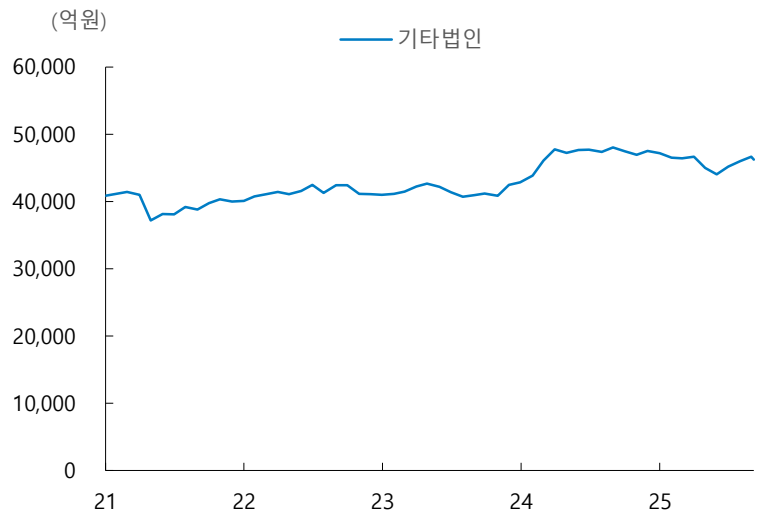
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 운용(공모+사모) 비우량회사채 잔고 2.6조원규모



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 기타법인 비우량회사채 잔고는 유지

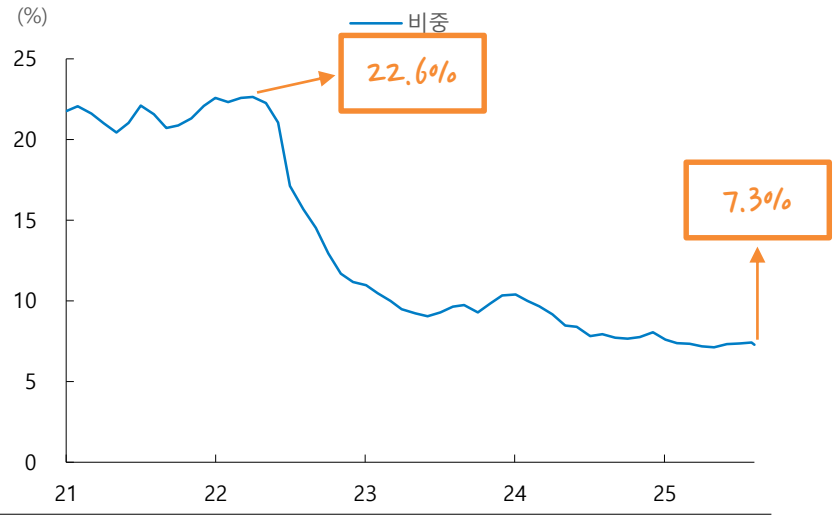


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

개인의 비우량 회사채 잔고 감소

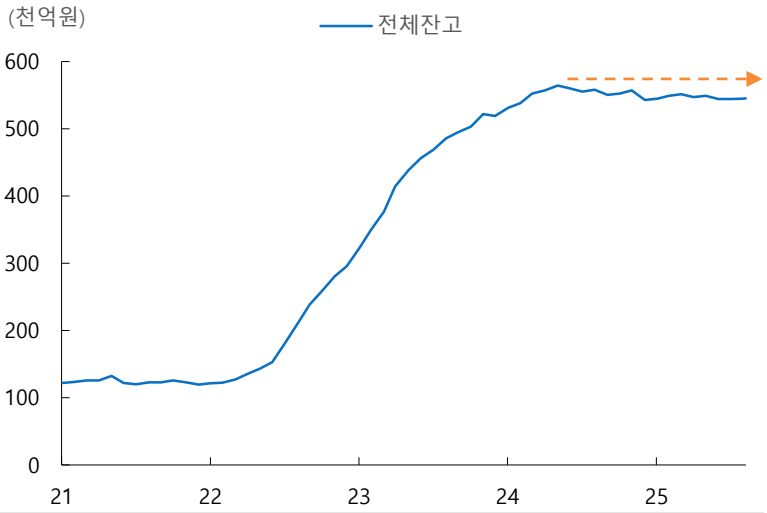
- 개인의 채권(전체) 투자 잔고는 56조원 기록 후 현재 54조원대에서 정체
- 반면 개인의 비우량 회사채 투자잔고는 5.5조원 기록 후 현재 3.9조원을 기록하고 있어 24년 초 고점이후 약 1,4조원 감소
- 22년 한때 개인 채권 잔고 중 비우량채권이 차지하는 비중은 22.6%에 달했으나 현재는 7.3%에 불과
- 운용권에서 비우량 회사채 매입 비중이 증가함과 동시에 기타법인에서 꾸준히 비우량채 순매수한 결과 개인이 매입할 수 있는 비우량채는 제한. 더불어 여전채 등 회사채 이외에도 캐리를 확보할 수 있는 채권 다양화 → 투자 분산

<그림> 개인투자자 전체 채권잔고 중 비우량회사채 잔고 비중 추이



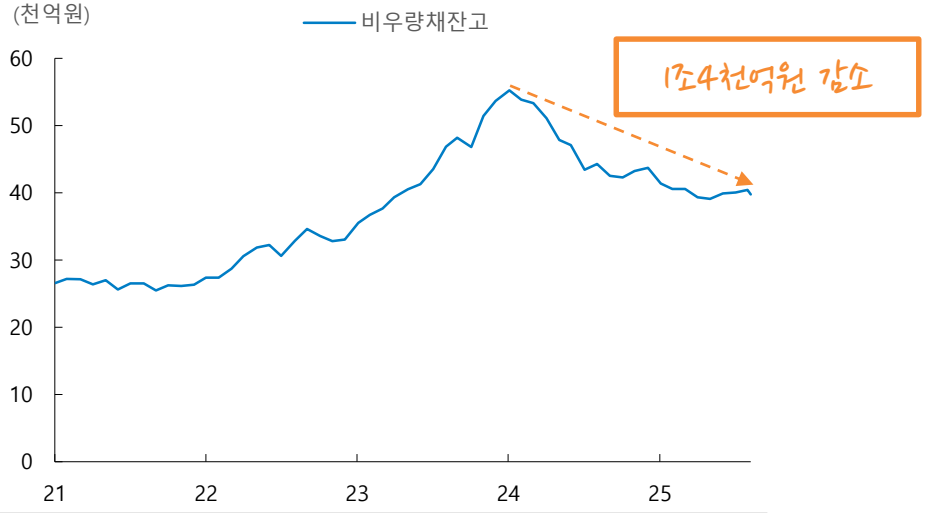
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 개인투자자 전체채권잔고 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 개인투자자 비우량회사채 잔고 추이

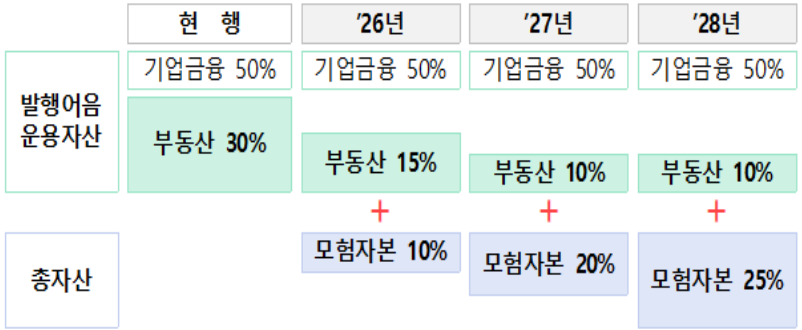


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

새로운 비우량 회사채 투자주체, 증권(1) '증권업 기업금융 경쟁력 제고 방안'

- 종합금융투자사업자(이하 종투사)의 기업금융 제고 방안 입법이 예고된 가운데 비우량 회사채의 신규 투자 주체가 등장할 것으로 전망
- 4조원 이상 자기자본 종투사의 경우 발행어음, 8조원 이상이면 종합투자계좌(IMA) 사업이 가능한데, 기존 인가 증권사에 이어 추가적으로 현재 일부 대형 증권사에 있어 발행어음 인가 신청이 이루어진 상황
- 한편 발행어음 및 IMA 운용 규제 개편이 이루어지는데 전체 운용자산에서 발행어음 조달액의 10% 이상을 모험자본에 공급해야 하며 이는 단계적으로 상향되어 최종적으로 25%까지 맞추어야 함. 모험자본에는 중소·중견기업 자금공급, A급 이하 채무증권, 채권담보부증권(P-CBO) 매입, 하이일드펀드 등이 해당. 한편 발행어음은 자기자본 200% 이내에서 상품 취급 가능
- 한편 부동산 자산 운용 비중이 현재 30%에서 28년 10%까지 낮아짐. 모험자본 조달액이 증가함과 동시에 부동산 투자 이외 모험자본 비중을 맞추기 위한 A급 이하 회사채 매수가 증가할 것으로 전망. 금융당국에서 제시한 증권 IMA 상품 예시를 보면 A급 이상 기업대출이나 회사채가 제시되어 있는 것을 확인할 수 있음

<그림> 발행어음 및 IMA 개편: 모험자본 총자산 중 25% 공급 의무, 발행어음 운용자산에서 부동산 비중은 감소



자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

<그림> 금융당국에서 제시한 증권 IMA 상품 예시

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수차감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액 대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 40%
보수차감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8%~ 6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	● A급 이상 기업대출, 회사채 ● A2급 이상 전단채 ● 글로벌 BBB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업 투자, 낮은 수익 변동성)	● BBB급 이상 기업대출, 회사채 ● A3급 이상 전단채 ● 글로벌 BB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 우량 부동산, 인프라 등 대체투자 (우량 중견/중소기업, 중수익 대체투자, 일반적인 수익 변동성)	● 중견/중소/벤처 지분, 회사채 등 ● 글로벌 B급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 부동산, 인프라 등 대체투자 (중소/벤처 모험자본 중심, 고수익 대체투자, 높은 수익 변동성)
	(원금을 지급하는 실적배당 상품)		

주) 상품 출시 시점의 기준금리 및 투자대상 자산 비중에 따라 보수 및 수익률은 달라질 수 있음

자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

새로운 비우량 회사채 투자주체, 증권(2)

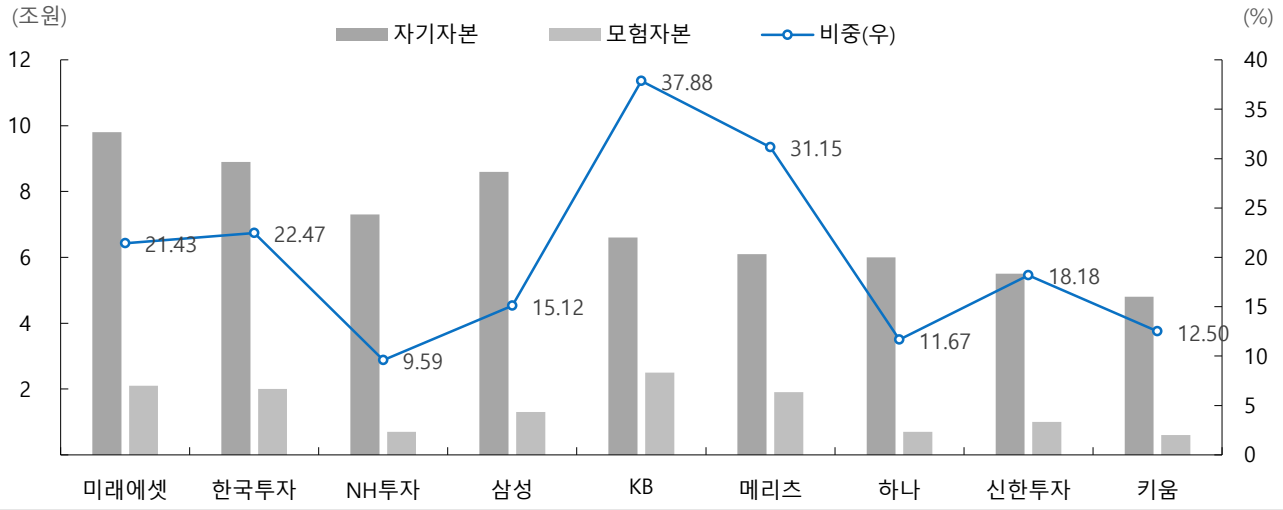
- 금융위에서는 '증권업 기업금융 경쟁력 제고방안' 보도자료에서 '국내 종투사는 수익·자산운용 구조가 일반 증권사와 전반적으로 유사하고 IB업무도 부동산PF 채무보증에 치중되어 있어 적극적인 모험자본·지분금융 공급이 부족하다는 평가를 받고 있다'고 언급
- 24년 종투사 총자산 중 모험자본 비중은 2.23%로 나타남. 자기자본만 놓고 봤을 때 자기자본 대비 모험자본이 10%에 미달인 증권사도 존재 (24.9월말 기준)
- 모험자본 공급 증가 의무 & 발행어음 운용자산에서 부동산 투자비중 축소에 따라 자기자본 상위 증권사 위주 모험자본 조달 증가 → 비우량 회사채 투자 증가로 연결

<그림> 증권사 자기자본 현황 및 발행어음 인가 및 신청여부

	자기자본 (조원)	발행어음 인가여부	발행어음 인가 신청 여부
미래에셋	12.4	√	
한국투자	10.3	√	
NH투자	8.1	√	
메리츠	7.7		√
삼성	7.5		√
KB	6.9	√	
하나	5.1		√
키움	6		√
신한투자	5.6		√

자료 : Dart, 언론보도, iM증권 리서치본부 주: 자기자본은 6월말 연결 기준

<그림> 증권사별 자기자본과 모험자본 및 모험자본의 비중

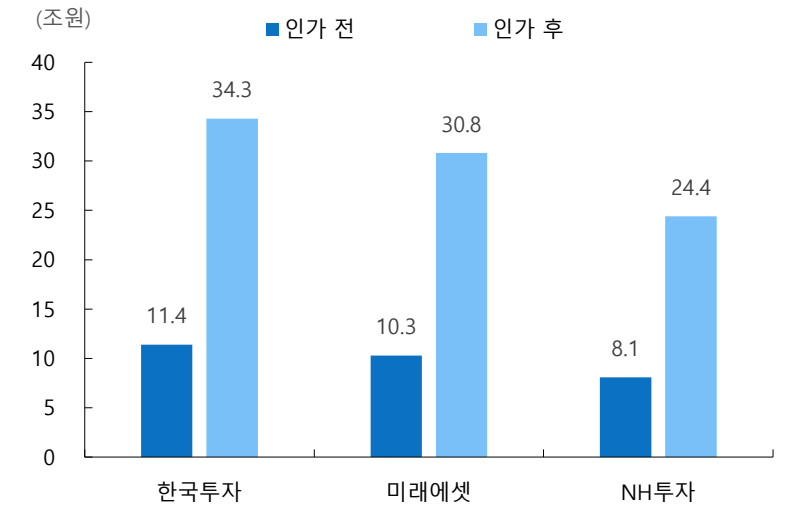


자료 : 언론보도, iM증권 리서치본부
주: 24년 9월 말 기준

새로운 비우량 회사채 투자주체, 증권(3) IMA 인가 신청도 주목할 부분

- IMA(종합투자계좌) 인가 신청한 증권사는 현재 한국투자증권, 미래에셋증권. 추가적으로 NH투자증권이 자기자본 8조원을 넘어 일단 인가 신청기준을 넘어선 상황
- IMA 인가 종투사는 리스크를 관리하기 위해 발행어음과 IMA의 통합 한도를 자기자본의 200%+100%로 설정 가능. 모험자본 공급의무는 발행어음과 마찬가지로 단계적으로 25%까지 상향
- 요건 심사하여 11월 중 인가 여부 발표 예상. 금융당국이 자본시장법 시행령 및 하위규정 개정안 입법예고를 통해 종합금융투자사업자 요건을 강화하기로 하면서 속도전 예상. 시행 시 자기자본요건은 최근 2개 사업연도 연속 자기자본 8조원 충족 필요, 사업계획, 사회적 신용 요건 신설, 종투사 단계별 지정 등 요건이 강화됨
- 한편 IMA 인가 시 주요 종투사 운용가능금액 약 3배 증가할 것으로 예상하며 모험자본 공급 확대됨에 따라 비우량 회사채 수요 증가로 연결될 것

<그림> IMA 인가 전과 인가 후 운용가능금액



자료 : Dart, iM증권 리서치본부

<그림> 종투사 지정요건 체계화

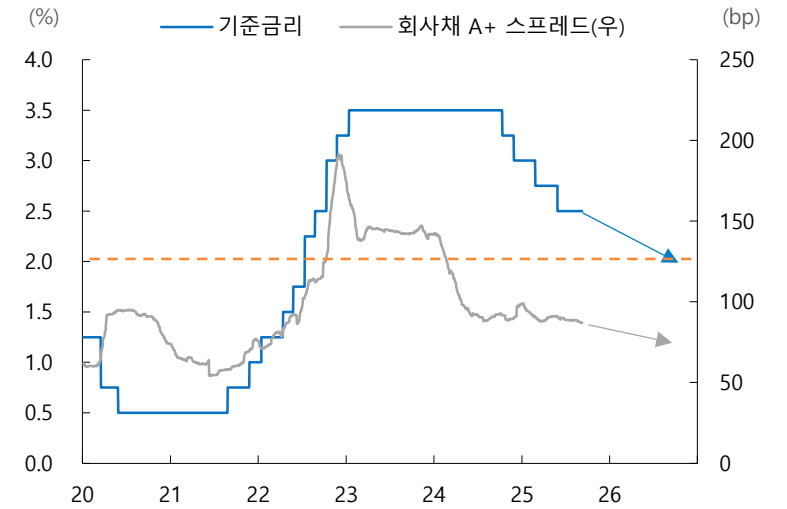
	현행	개선
자기자본 요건	일회성으로 충족 가능	최근 2개 사업연도 각 결산 기준 연속 충족 필요
사업계획, 사회적 신용, 대주주 요건	없음	사업계획, 사회적 신용 요건 신설 (8조원 종투사는 대주주 요건도 신설)
단계별 지정	없음	종투사 각 단계별 최소 2년 이상 영위해야 다음 단계 지정 가능

자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

내려가는 기준금리, 비우량 회사채에는 호재

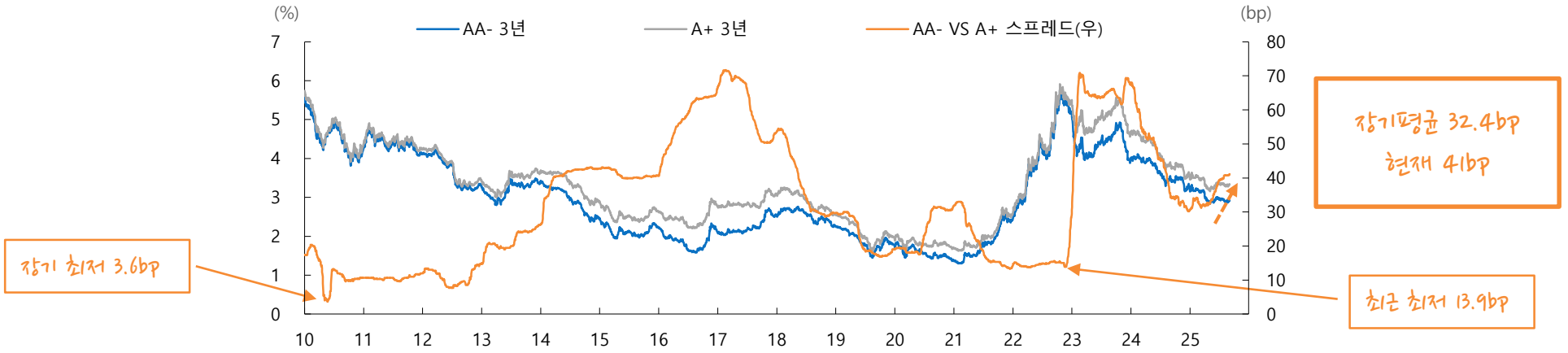
- 비우량 회사채 투자의 근거는 시장금리 하락. 8월 금통위에서는 기준금리 동결했지만 기자간담회에서 한은 총재는 내년 상반기까지 금리인하 기조 유지를 시사
- 기준금리와 동조된 흐름을 보이는 단기 국채 금리의 하락은 캐리 투자 환경을 어렵게 만들고, 일정 수익률을 달성해야 하는 투자자들은 고금리 채권에 투자할 수밖에 없는 환경
- 회사채 A+급 3년물 스프레드 21년 형성되었던 저점 54.1bp대비 현재 33bp가량 확대되어있는 상황
- 우량 회사채(AA- 3년물) 스프레드와의 갭 추이를 고려한다면 최대 27bp 가량 추가 축소 가능

<그림> 기준금리 및 회사채 A+급 스프레드 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 우량(AA- 3년) VS 비우량(A+ 3년) 스프레드 추이: 우량 회사채(AA- 3년물) 스프레드와의 갭 추이를 고려한다면 27bp 가량 추가 축소 가능



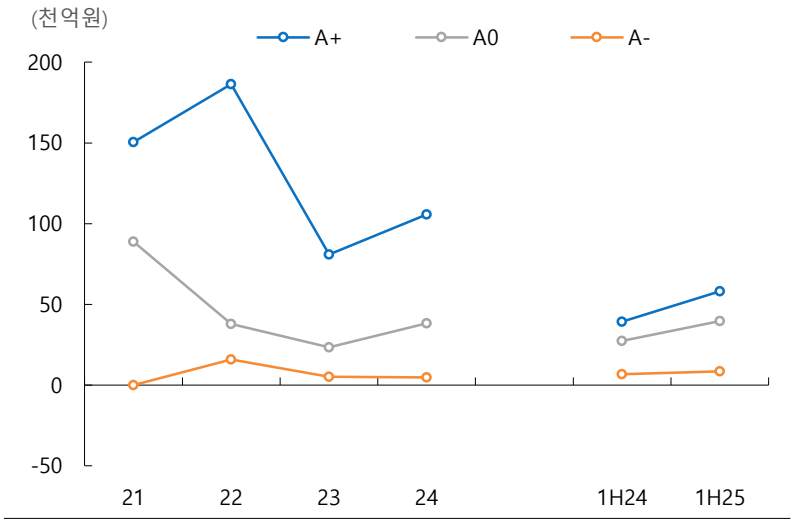
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

[비우량 회사채, 똘똘한 한 채를 담아야 할 때]

A급만 따지고 보면 수익성은 크게 나쁘지 않다

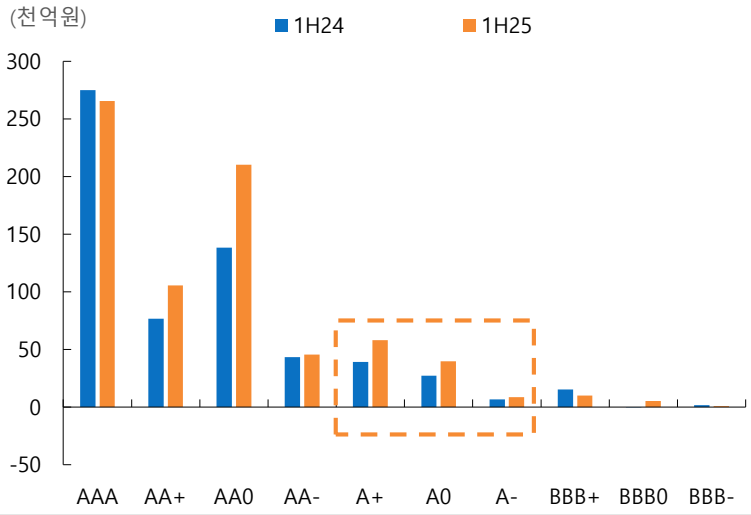
- 장기신용등급 보유업체 대상 전년동기비 수익성(당기순이익) 비교했을 시 싱글A급에서는 실적 개선세가 나타났음
- 전년동기대비 A+급 +48.2%, A0급 +45.6%, A-급 +29.2% 당기순이익 증가
- 다만 BBB+급은 -34.2%, BBB-급은 -42.0% 등 마이너스 성장
- 비우량 회사채 내에서도 선별적 투자가 유효한 상황

<그림> 싱글A급 당기순이익 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 신용등급별 당기순이익 전년대비 비교



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 신용등급별 당기순이익 전년대비 증감율

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

주요 투자자들은 어떤 회사채를 살까?(1) 만기

<그림> 회사채 만기별 투자자 순매수 추이(누적 1년)

(억원)	외국인	은행	보험	기금/공제	정부	운용(공모)	운용(사모)	종금/상호	기타법인	개인	선물	전체
6M 이하	81	-3,969	-8,650	-8,440	-2,895	13,589	-691	-1,437	1,731	24,711	30	14,060
1Y 이하	61	-2,441	-10,813	-8,504	-3,461	19,474	1,312	8,023	13,320	13,248	211	30,433
2Y 이하	50	490	-18,856	39,037	-328	41,441	5,016	15,754	34,682	14,818	515	132,623
3Y 이하	5	16,801	8,355	54,655	23,344	37,745	4,184	11,309	45,830	4,507	452	207,192
5Y 이하	500	10,654	-11,120	24,718	7,711	14,469	2,497	11,322	16,014	832	4	77,603
7Y 이하	1	2,297	-8,379	940	-1,100	2,571	591	904	1,297	431	20	-423
10Y 이하	8	3,063	6,769	4,441	2,050	2,006	155	974	10,337	14,105	302	44,214
15Y 이하	0	400	-250	400	0	50	0	0	0	0	0	600
20Y 이하	0	0	-100	0	0	1,000	0	0	0	0	0	900
30Y 이하	13	2,801	4,780	2,473	69	4,269	-9	-594	9,293	5,523	395	29,016
30Y 초과	11	5,031	-410	697	66	1,246	42	-29	10,767	1,872	435	19,731
전체	735	35,128	-38,674	110,418	25,456	137,864	13,099	46,226	143,276	80,051	2,369	555,953

기관투자자 V.S 개인

만기 2~3년 선호

만기 6개월~2년 선호

자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

주요 투자자들은 어떤 회사채를 살까?(2) 기타법인

- 기타법인, 비우량 회사채 잔고비중 1위. 잔고 500개 종목 중 A+급 이하 회사채 164개로 32.8% 차지. 이중 잔고 200억원이 넘는 종목은 73개. 운용사보다 상대적으로 고금리 회사채 선호. BBB급 이하도 일부 편입(20개)

<그림> 기타법인 잔고 300억 이상&A+급 이하&공모 회사채 리스트

종목명	잔고수량(억)	만기일	신용등급	민평수익률(%)	Credit_SP(%)	보유비율(%)
HD현대14-3	685	2029-10-25	A+	3.286	0.74	64.1
에이치디현대케미칼2-2	565	2026-05-26	A0	2.974	0.67	43.5
대한항공106-3	550	2029-02-28	A0	3.346	0.85	61.21
HD현대17-2	520	2030-07-16	A+	3.446	0.84	40.35
쌍용씨앤이316-2	435	2026-09-16	A-	3.566	1.26	43.54
대한항공111-3	427	2030-05-28	A0	3.697	1.1	42.71
SPC삼립1	412	2027-05-10	A+	2.866	0.49	58.99
한화250-2	407	2027-02-26	A+	2.847	0.49	23.98
롯데물산11-2	406	2025-09-09	A+	2.825	0.45	58.1
대한항공105-1	406	2025-11-10	A0	2.576	0.22	31.27
대한항공106-2	398	2027-02-26	A0	2.897	0.54	18.99
HD현대13-3	391	2029-02-28	A+	3.15	0.66	60.19
SK에코플랜트182-3	380	2027-02-18	A-	4.065	1.7	25.72
HS효성첨단소재3-2	361	2026-03-04	A0	2.959	0.62	75.26
한화모멘텀2-2(녹)	354	2026-09-18	A+	2.747	0.44	35.49
대한항공107-3	347	2029-06-25	A0	3.426	0.91	41.4
대한항공106-1	347	2026-02-27	A0	2.642	0.3	23.17
한화231-2(녹)	345	2026-05-07	A+	2.643	0.33	53.22
SK에코플랜트184-2	344	2027-01-25	A-	4.005	1.66	36.21
SK에코플랜트181-3	340	2026-07-31	A-	3.605	1.31	27.66
삼척블루파워9	338	2026-09-15	A+	4.2	1.89	16.51
HDC현대산업개발5-2	338	2028-06-27	A0	3.947	1.49	63.78
LS127-2	330	2026-06-10	A+	2.59	0.28	52.52
대한항공102-2	321	2026-04-24	A0	2.694	0.38	40.15
녹십자43-2	314	2026-05-11	A+	2.639	0.32	39.32
SK에코플랜트180-3	309	2026-01-30	A-	3.399	1.06	24.2
SK디스커버리192-2	309	2025-09-10	A+	2.647	0.27	77.43
SK인천석유화학26-1	306	2027-01-22	A+	3.018	0.67	27.82
SK에코플랜트184-3	305	2027-07-25	A-	4.284	1.88	23.67
에스케이쉴더스6-2	301	2026-07-28	A-	3.134	0.83	145.85
한화오션11-2	300	2028-07-24	BBB+	4.14	1.69	37.14
HD현대13-1	300	2026-02-27	A+	2.548	0.21	40.54

자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 음영 부분은 민평수익률 3% 이상 채권

주요 투자자들은 어떤 회사채를 살까?(3) 개인

- 개인, 투자자들 중 가장 고수익률 추구. 잔고 500종목 중 338개가 비우량 회사채. BBB+급과 BBB0급도 67종목 보유 중. 삼척블루파워 등 기관이 접근하기 어려운 반ESG 종목(자연스럽게 높은 민평가격 형성)도 포함. 상대적으로 잔존만기가 짧은 회사채 선호(만기보유목적)

<그림> 개인 잔고 300억 이상&A+급 이하&공모 회사채 리스트

종목명	잔고수량(억)	만기일	신용등급	민평수익률(%)	Credit_SP(%)	보유비율(%)
롯데지주10-2	1,031	2026-01-23	A+	2.832	0.49	54.26
삼척블루파워9	995	2026-09-15	A+	4.2	1.89	48.54
SK에코플랜트182-3	943	2027-02-18	A-	4.065	1.7	63.76
씨제이 씨지브이36	877	2025-12-15	A-	4.537	2.19	43.87
SK에코플랜트180-3	861	2026-01-30	A-	3.399	1.06	67.28
SK에코플랜트181-3	841	2026-07-31	A-	3.605	1.31	68.38
대한항공106-2	672	2027-02-26	A0	2.897	0.54	32.02
삼척블루파워10	654	2027-06-25	A+	4.637	2.25	43.61
삼척블루파워8	588	2026-03-15	A+	3.855	1.53	26.16
롯데건설148-1	571	2026-01-26	A0	4.294	1.95	47.6
신한자산신탁1	530	2027-07-30	A-	5.404	3	35.39
SK에코플랜트184-3	468	2027-07-25	A-	4.284	1.88	36.33
대한항공105-2	468	2026-11-10	A0	2.811	0.49	39.05
메리츠증권1905-01	457	2026-05-30	A+	3.582	1.27	41.61
SK에코플랜트181-2	430	2026-02-02	A-	3.402	1.06	68.37
에스케이어드밴스드14-2	429	2026-09-09	BBB+	5.078	2.77	58.12
롯데건설149-1	413	2026-10-23	A0	4.667	2.35	35.05
SK에코플랜트182-1	406	2026-02-18	A-	3.417	1.08	42.34
SK렌터카45-2(녹)	406	2026-02-04	A0	2.725	0.39	75.74
에스엘엘중앙16-2	398	2026-01-30	BBB0	4.142	1.8	73.86
하림지주12-1	390	2026-10-08	A-	3.67	1.36	39.07
대한항공105-1	385	2025-11-10	A0	2.576	0.22	29.68
한화오션10-2	384	2028-02-18	BBB+	4.103	1.67	54.19
삼척블루파워11	361	2027-09-13	A+	4.785	2.37	24.1
에이치엘디앤아이한라149-1	357	2026-01-23	BBB+	5.149	2.81	59.63
한국자산신탁8-2	356	2027-04-29	A0	4.764	2.38	77.46
대한항공102-2	353	2026-04-24	A0	2.694	0.38	44.13
콘텐트리중앙22-2	343	2026-02-16	BBB0	4.23	1.89	65.98
SK에코플랜트184-2	330	2027-01-25	A-	4.005	1.66	34.76
한진칼16-2	323	2028-04-28	A-	3.584	1.14	64.67
엘지디스플레이43-2(녹)	322	2026-09-14	A0	3.119	0.81	15.36
대한항공107-2	318	2027-06-25	A0	2.998	0.61	13.72
SK에코플랜트182-2	307	2026-08-18	A-	3.619	1.33	54.95

자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 음영 부분은 민평수익률 3% 이상 채권

주요 투자자들은 어떤 회사채를 살까?(4) 운용사 A급 카피전략

- 운용사, A급 회사채 투자 새로운 주체. 언급한 것과 같이 2~3년 듀레이션 설정하며 일정 운용수익률 달성을 위해 고금리 회사채 편입. 운용사는 투자 수익 이외에도 유니버스 편성을 통해 리스크 관리를 하기 때문에 안정성 측면에서는 운용사에서 편입하는 A급 카피전략을 구사하는 것도 매력적

<그림> 투신(운용) 잔고 200억 이상&싱글 A급&공모 회사채 리스트

종목명	잔고수량(억)	만기일	신용등급	민평수익률(%)	크레딧 스프레드(%)	보유비율(%)
우리금융에프앤아이3-2	500	2025-09-18	A0	2.705	0.33	55.55
SK인텔릭스12	415	2025-11-03	A+	2.644	0.29	41.5
SK렌터카58-2	403	2027-11-08	A0	3.242	0.82	40.33
메리츠증권1903-1	388	2026-03-15	A+	3.276	0.95	18.51
에스케이인천석유화학26-1	350	2027-01-22	A+	3.018	0.67	31.81
롯데렌탈60-1	350	2026-02-02	A+	2.678	0.34	29.16
에코비트3-2	300	2028-03-10	A+	3.208	0.77	20.68
한화에너지23-1	300	2026-05-29	A+	2.714	0.41	33.33
한화251-1	300	2026-09-10	A+	2.703	0.4	23.43
에스케이온5-1(녹)	239	2026-03-06	A+	3.021	0.68	17.07
대신에프앤아이38-2	230	2026-03-06	A0	2.903	0.56	26.13
SK렌터카56-3	210	2029-01-26	A0	3.526	1.04	60
SK렌터카56-1	210	2026-01-26	A0	2.719	0.38	48.75
신세계푸드4-1	210	2026-01-26	A+	2.583	0.24	32.3
HD현대16-2	205	2030-02-27	A+	3.388	0.82	17.37
대신에프앤아이35-2	200	2026-07-31	A0	3.019	0.72	33.33
세아베스틸지주77-1	200	2027-03-11	A+	2.919	0.55	50
SK케미칼15-1	200	2027-01-29	A+	2.793	0.45	28.57
엘에스전선31-1	200	2027-02-12	A+	2.74	0.38	33.33
롯데렌탈54-2(녹)	200	2026-02-26	A+	2.69	0.35	16.66
신세계푸드5-1	200	2026-07-24	A+	2.68	0.38	66.66
HD현대14-1	200	2026-10-23	A+	2.652	0.33	39.21
하나에프앤아이186-2	200	2025-11-07	A+	2.649	0.29	27.39
엘에스전선27-2	200	2025-10-17	A+	2.538	0.18	50

자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 음영 부분은 민평수익률 3% 이상 채권

비우량 회사채 투자전략, 어떻게 구사하면 좋을까?

수급

- 비우량회사채는 기본적으로 유통시장 거래량이 적은 편
- 회사가 꾸준히 발행을 해 유통시장 내 거래 일어나는 종목 선정

금리

- 같은 신용등급이라도 발행사별 민평금리 차이 존재
- 발행사 같더라도 채권별 민평금리 차이 존재하는 점 고려

펀더멘탈

- 비우량 회사채는 우량 회사채보다 펀더멘탈 상 열위성
- 발행사 펀더멘탈 고려 : 재무건전성 & 수익성

신용등급

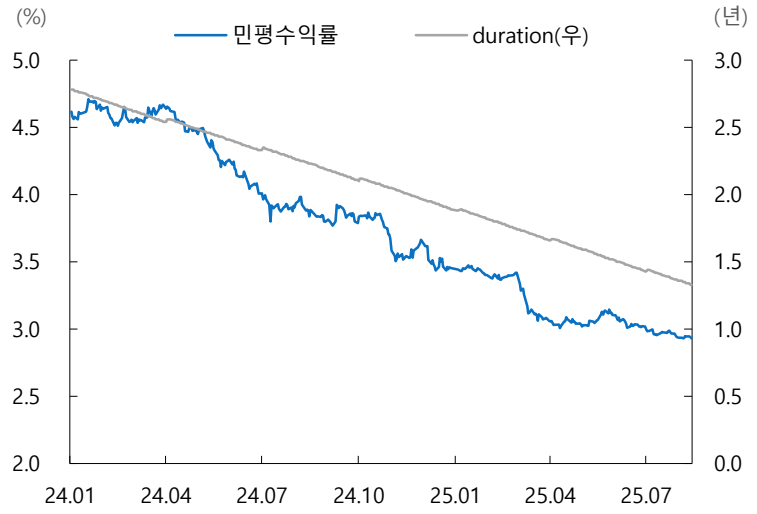
- 신용등급 전망 안정적 & 긍정적 선별
- 신용등급 상향 가능성 점검해 민평금리 하락 수혜 가능성 점검

[iM에서 추천하는 비우량 회사채 5선]

① HD현대중공업 8-3(A+/S) # HD현대미포와 합병으로 중장기적 신용도 제고 전망

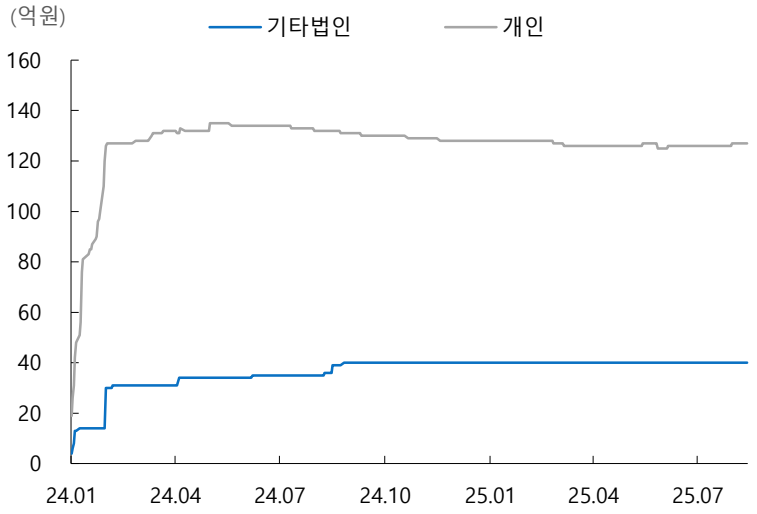
- 동 채권 민평수익률 2.932% 형성. 듀레이션 1.33년. 표면금리 4.599%. 4%대 넘던 금리가 신용등급 상향과 금리인하 등으로 하락
- 동사, 25년 상반기 정기평가에서 신용등급 A0/P → A+/S로 상향. 수주잔고의 질적 개선 및 생산성 향상, 기확보 잔고 기반 매출 성장세 전망 등이 평정 근거. 추가적으로 HD현대미포와 합병 발표, 12월 출범. 운영효율성 측면 등 고려하면 시너지 효과 발생, 추가적으로 미국 전투함 수주 및 한국의 건조가 점점 가시화되고 있다는 측면에서 중장기적으로 수익성 향상 → 신용도 제고
- 조선업 호황 보이고 있는 가운데 동사 실적 개선세가 뚜렷. 25년 상반기 매출액 7조9,696억원으로 전년동기 6조8,717억원대비 증가. 영업이익은 22년까지 적자기조였다가 23년부터 해소되어 25년 상반기에만 9,052억원 시현. 24년 연간 영업이익 7,052억원을 이미 상회
- 잉여현금흐름도 1조9,189억원 기록하며 풍부한 현금흐름 보유. 순차입금 -1조9,875억원으로 부의 순차입 시현. 24년말 -2,047억원보다 크게 하락했으며 20년 4조5,630억원에 달했던 총차입금도 25년 상반기 8,485억원으로 크게 감소. 매우 우수한 재무건전성 확보
- MASGA 프로젝트로 인해 동사의 미국 내 사업지위 향상 → 실적 향상으로 연결될 수 있다는 점 또한 투자 포인트

<그림> 동 채권 민평금리 및 듀레이션 추이



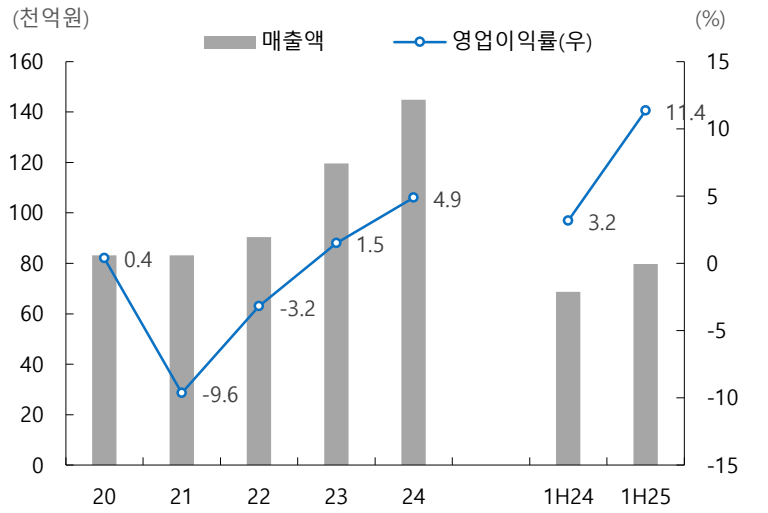
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 투자주체별 동 채권 잔고 추이



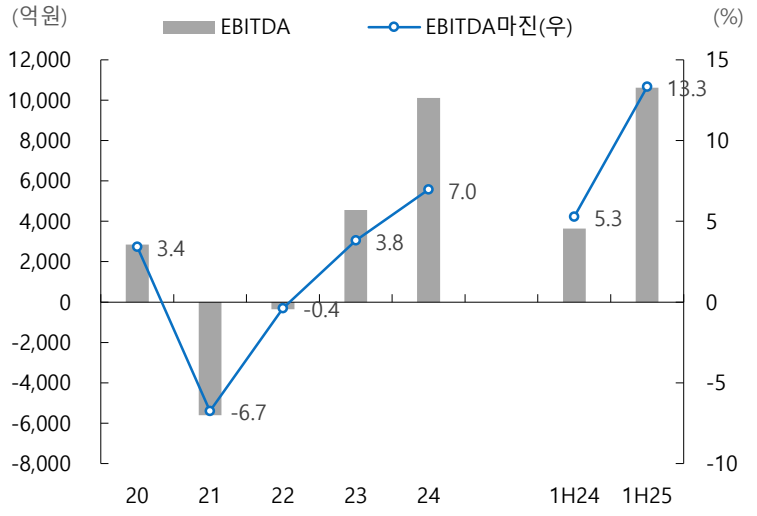
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 매출액 및 영업이익률 추이



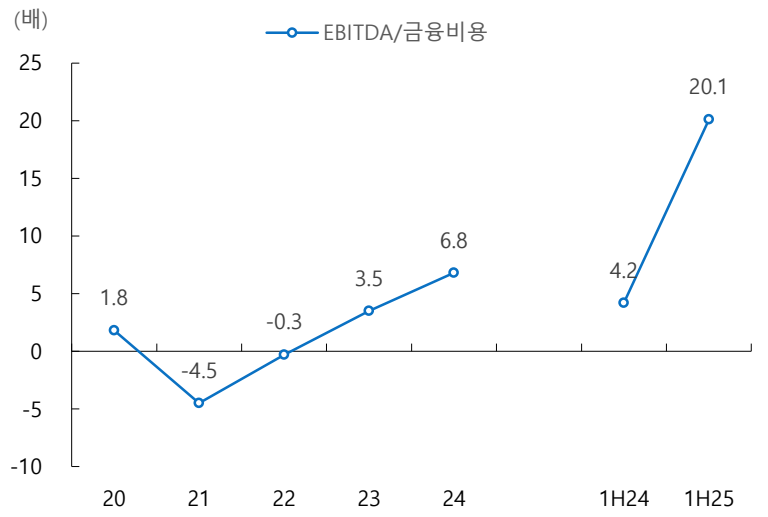
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA 및 EBITDA 마진 추이



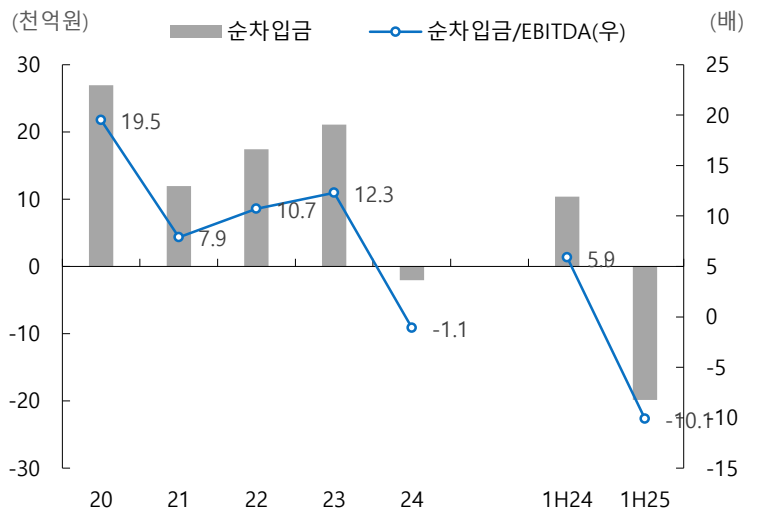
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA/금융비용 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이

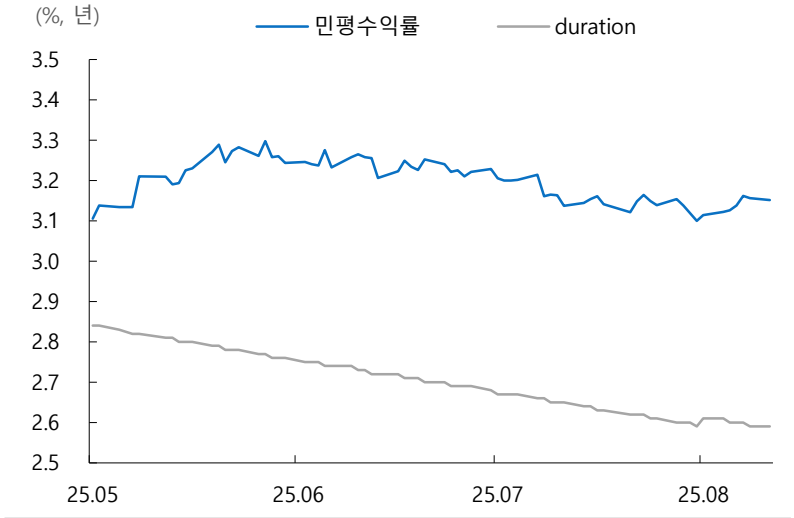


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

② 대한항공 111-2(A0/S) # 국내 1등 항공사로 입지 공고 & 3%대 금리

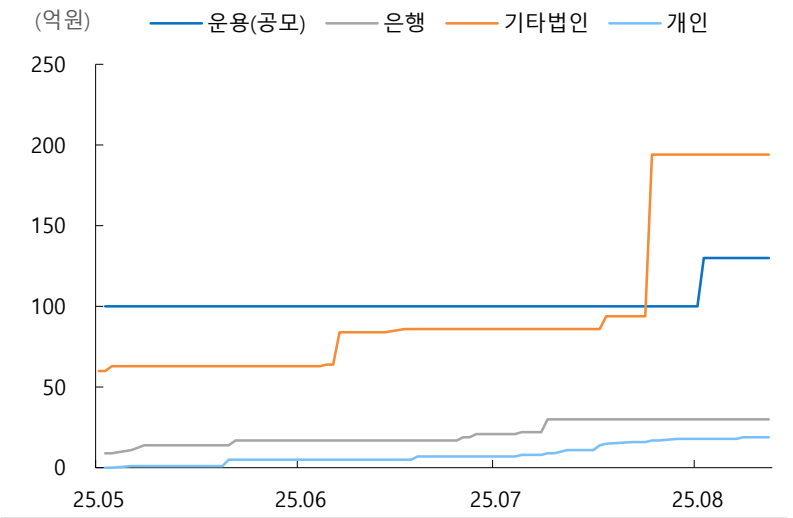
- 28년 5월 26일 만기. 표면금리 3.121%. 동 채권의 경우 현재 유통시장에서 약 -10bp 언더로 거래되고 있으며 민평금리 3.1% 중반대로 형성
- 동사 상반기 신용등급 정기평가에서 A0/S로 신용등급 상향. 아시아나항공 합병으로 중장기 사업경쟁력 제고 및 견조한 국제여객 수요 기반 양호한 이익창출력 유지 전망이 근거. 아시아나 항공 합병 후 유류비, 항공기 부품 등에서 규모의 경제로 비용 절감 효과 발생할 것
- 미주노선 5개, 유럽 6개 등 장거리 노선에 대한 운임 인상이 제한되어 있는데 하반기 점진적 해소 예상. 여객 운임 정상화로 수익성 개선될 것
- 항공 업체 특성상 외화부채 모니터링이 필요하나 약달러 기조 하에 일정 부분 수혜 받을 수 있을 것. 저유가도 연료비용 개선에 일조
- 한-미 정상회담 이후 대미투자 약 70조원 규모 계획 확정. 단계적으로 투자 집행될 것으로 추정되며 연간 약 3조원 규모 집행으로 예상되고 있음. 기존 CAPEX 규모 3조원을 합친다면 부담 존재하나 ①보잉사 수주잔고 6,000여대 고려, ②24년 알래스카 항공 동체구멍 사고 후 미 연방항공청 생산 확대 엄격히 제한 중인 점 고려하면 실질적으로 대한항공으로의 기체 인도는 2030년 이후부터 가능할 것으로 전망. 단기적으로 부담은 크지 않을 것

<그림> 동 채권 민평금리 및 듀레이션 추이



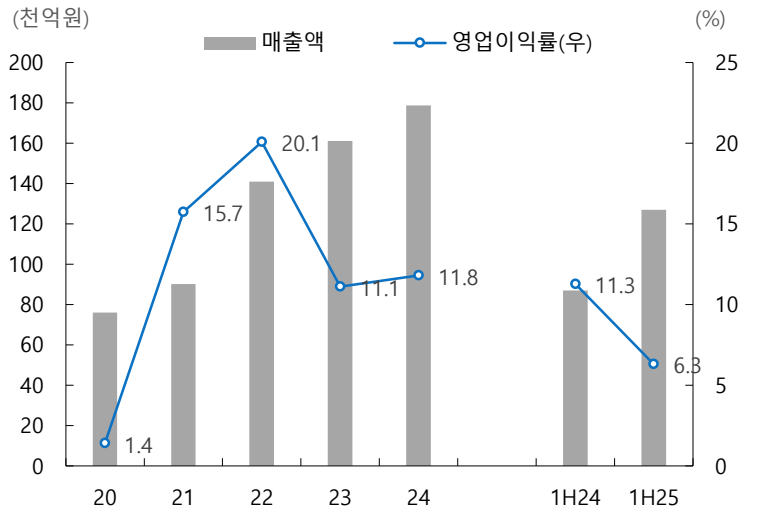
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 투자주체별 동 채권 잔고 추이



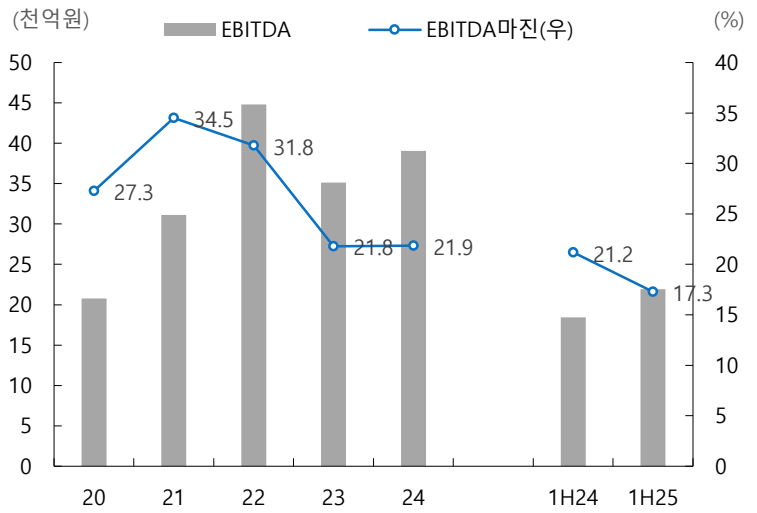
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 매출액 및 영업이익률 추이



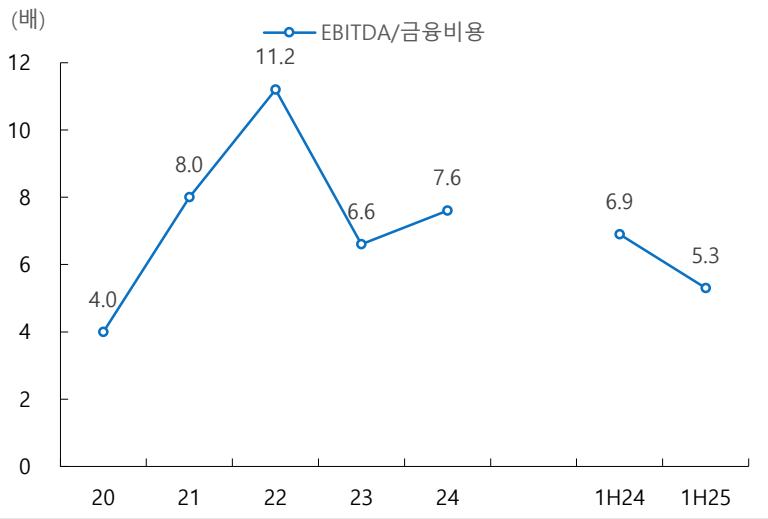
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA 및 EBITDA 마진 추이



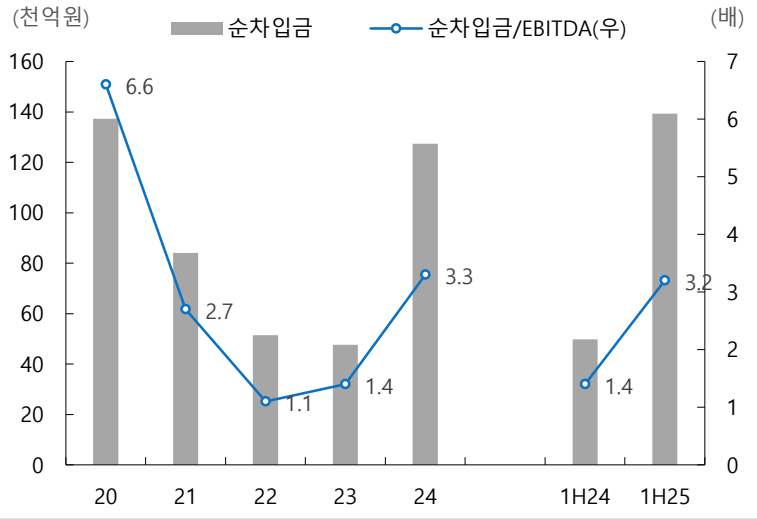
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA/금융비용 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이

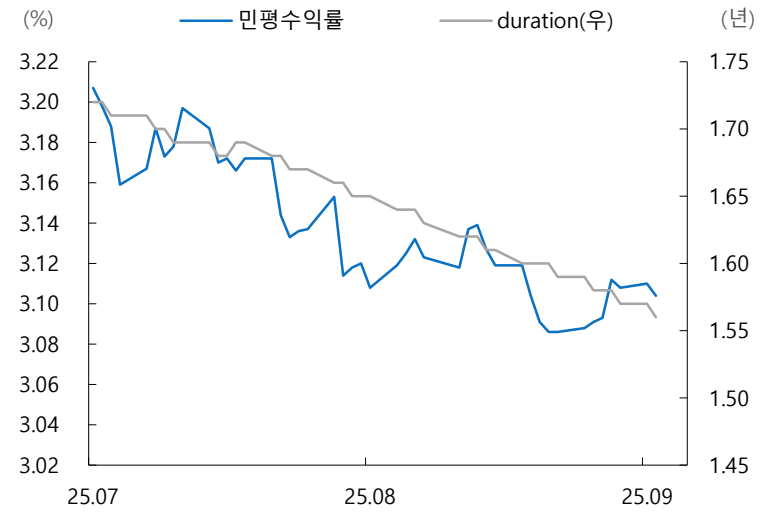


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

③ 금호타이어 15-1(A0/S) # 재무건전성 양호, 수익성 점진적 향상, 매출 4.5조원 달성

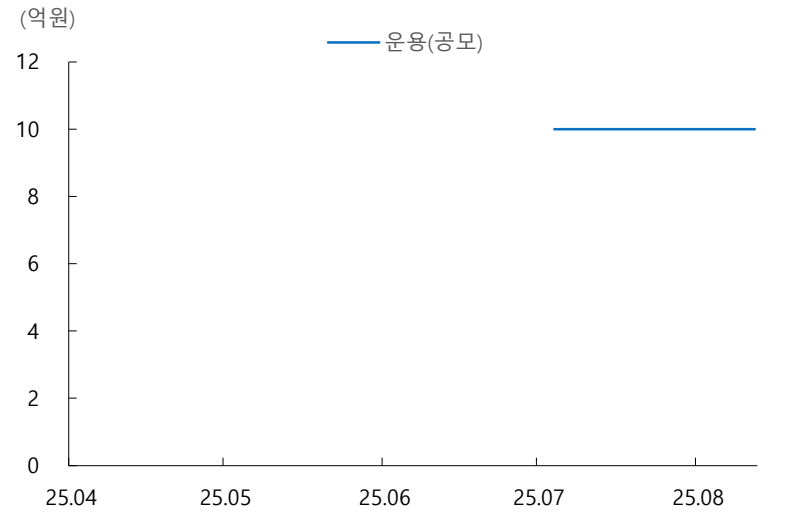
- 동사 자기등급대비 3년 구간은 -30bp 언더로 형성되어있음. 다만 만기 1년6개월 구간은 -7.5bp로 그나마 저평가 구간. 동 채권 현재 민평금리 3.104% 형성. 표면금리 3.167%
- 자동차 타이어 제조회사로 6,250만본의 타이어 생산능력을 갖추고 있음. 중국, 미국, 베트남 등에서 공장 운영 중이며 현지 판매법인 보유
- 국내 타이어 시장은 넥센타이어와 과점을 형성하고 있어 시장점유율 안정적 유지. 한편 판매채널 다각화로 수익성 향상되어 20년 매출 2.1조원에서 24년 4.5조원까지 매출 확대. 25년 반기 기준 매출액은 2.4조원 달성. 동사 당기순이익 22년까지 적자였다가 23년부터 흑자 시현. 25년 반기 순이익 1,085억원 시현
- 외형확대에 따른 차입금 증가가 22년까지 발생했다가 점진적으로 축소되는 추세(22년 총차입금 2.4조원 → 25년 반기 1.7조원). 이에 따라 동사 순차입금/EBITDA 배수도 22년 7.8배에서 25년 반기 1.8배까지 하락. 부채비율도 176%로 재무건전성 매우 양호
- 동사 15-2 채권이 3년만기 채권으로 3.209% 민평금리 형성 중이며 유통시장에서 언더 -15bp 수준 거래 중. 15-1 매물이 나온다면 중단기 투자 대상으로 적절할 듯

<그림> 동 채권 민평금리 및 듀레이션 추이



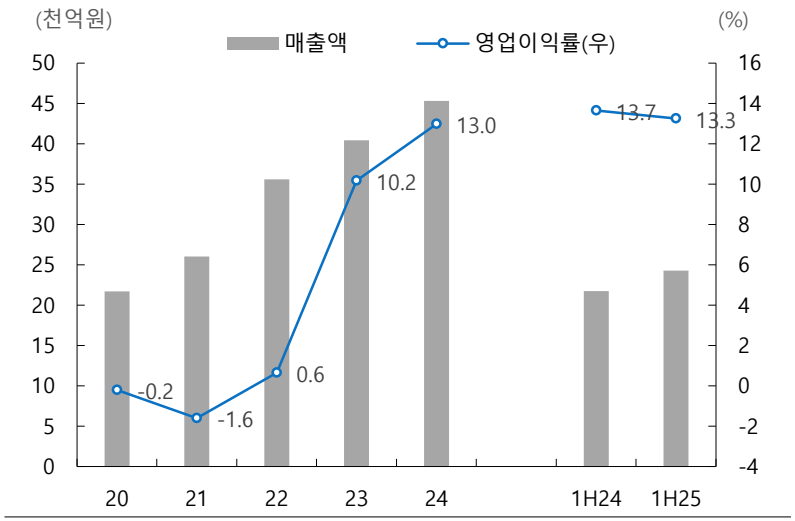
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 투자주체별 동 채권 잔고 추이



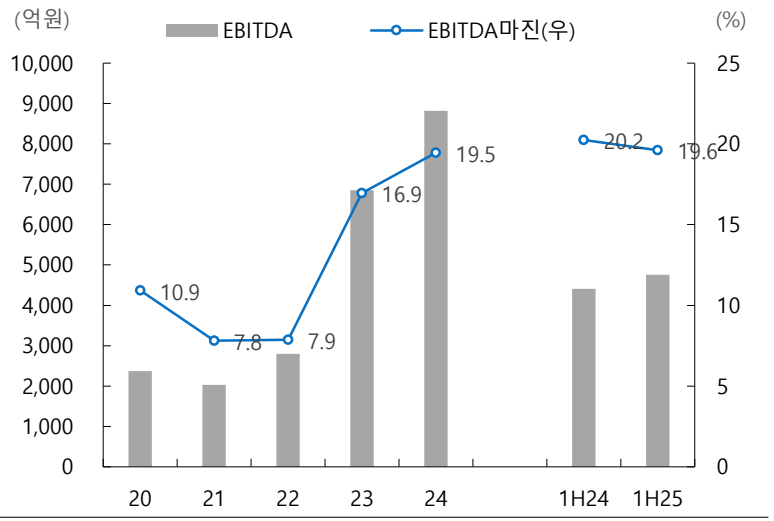
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 매출액 및 영업이익률 추이



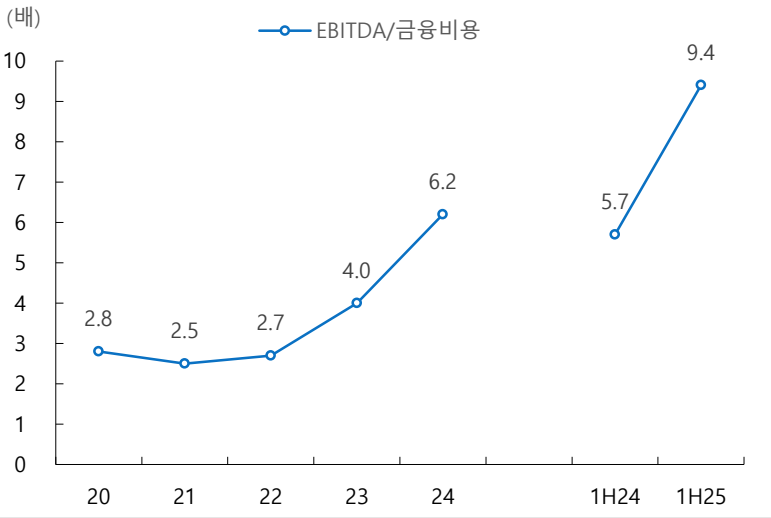
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA 및 EBITDA 마진 추이



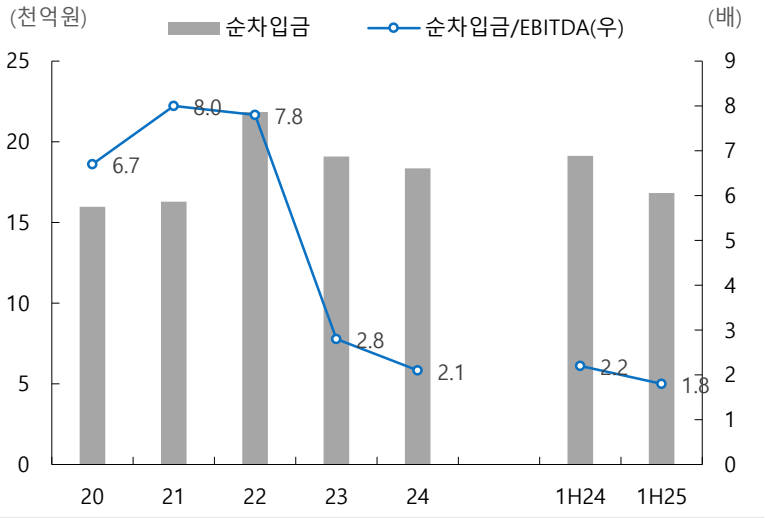
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA/금융비용 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이

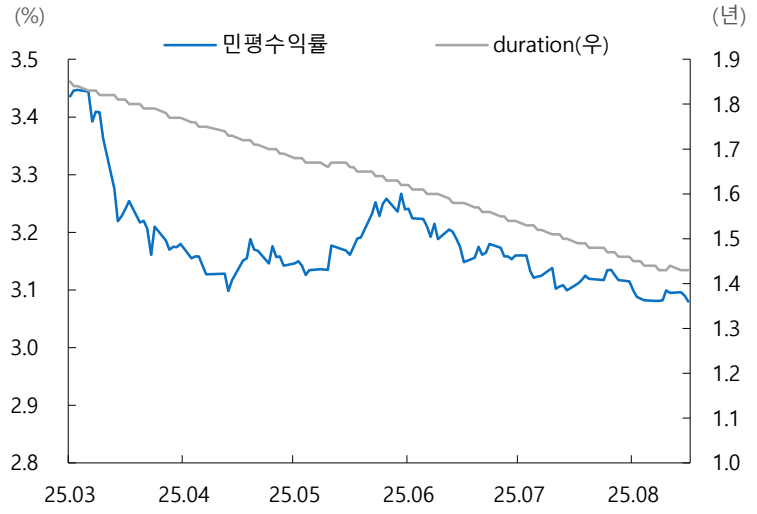


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

④ 한국콜마 5-2(A0/S) # K-뷰티 수요 증가로 외형 확장과 수익성 향상

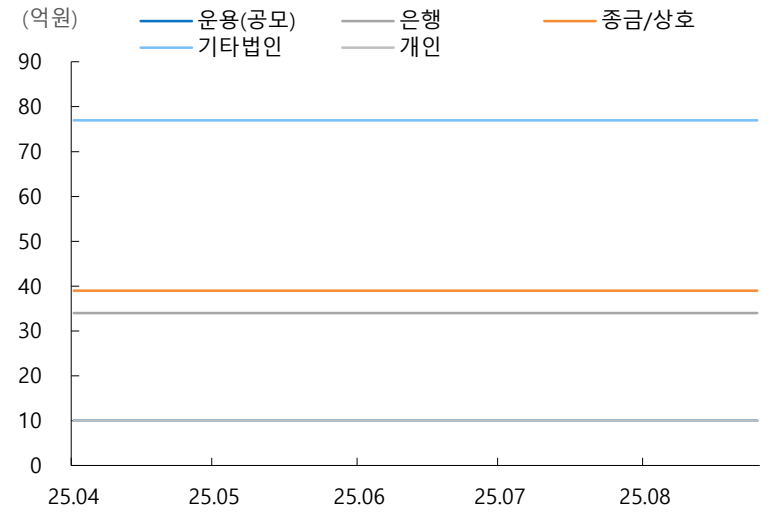
- 동 채권 듀레이션 1.43년, 민평금리 3.08%로 형성. 표면금리 4.407%. 동사 자기등급대비 1년6개월 만기 수준에서 -4.6bp 언더로 형성 중
- 화장품, 의약품, 패키징, 식품 등 다양한 사업포트폴리오 구성 중이나 매출 구성을 보면 화장품 53%, 의약품 34% 차지하며 주력 사업으로 영위. 국내 화장품 ODM/OEM 산업에서 동사 포함한 상위 3개사 점유율이 40% 넘는 것으로 추정. 이외에도 ODM 사업부문 글로벌 진출을 위해 중국, 미국 등에 현지 법인 설립. 한편 동사 미국 2공장 가동되며 관세 무풍지대 형성
- 25년 반기 영업이익 1,334억원으로 전년동기 1,042억원대비 증가. EBITDA도 20년 1,834억원에서 24년 2,858억원으로 영업현금흐름 개선. 잉여현금흐름도 25년 상반기 303억원으로 전년말 -433억원에서 개선
- 순차입금 25년 반기 9,646억원으로 전년말(9,476억원)대비 소폭 증가하긴 했으나 순차입금/EBITDA 배수는 EBITDA 개선으로 3.3배에서 2.6배로 하락. 부채비율도 109.9%로 우수한 재무건전성 유지
- 글로벌 K-뷰티 선호에 따른 외형 확장으로 동사 글로벌 시장 점유율 확대된다면 수익성 향상 제고로 연결될 것이며 재무 수준도 안정적 유지 예상

<그림> 동 채권 민평금리 및 듀레이션 추이



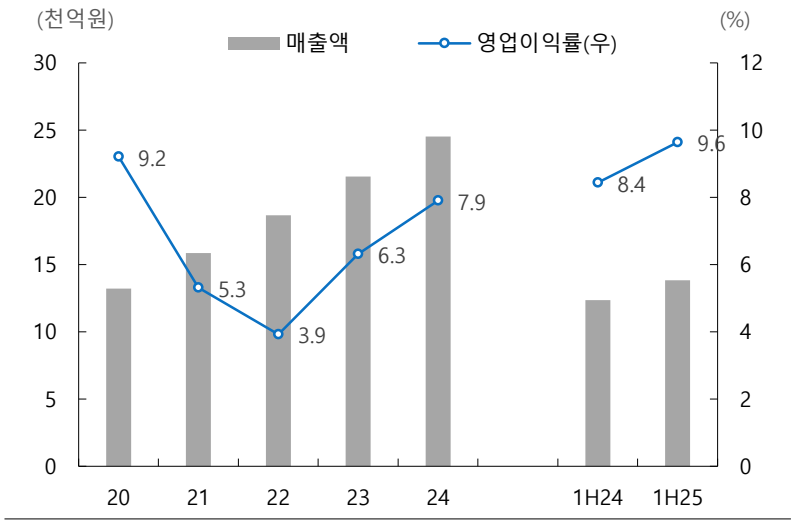
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 투자주체별 동 채권 잔고 추이



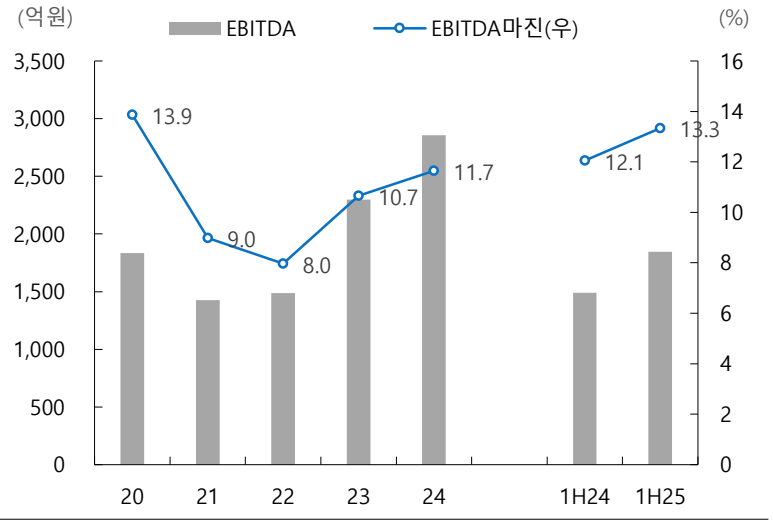
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 매출액 및 영업이익률 추이



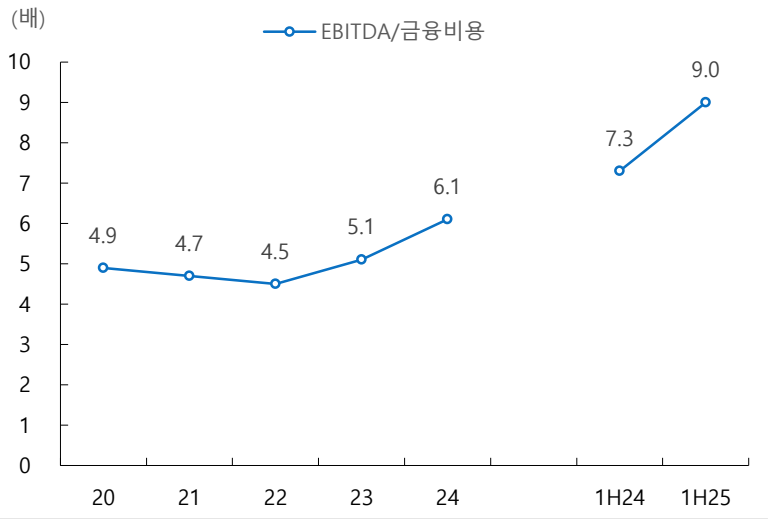
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA 및 EBITDA 마진 추이



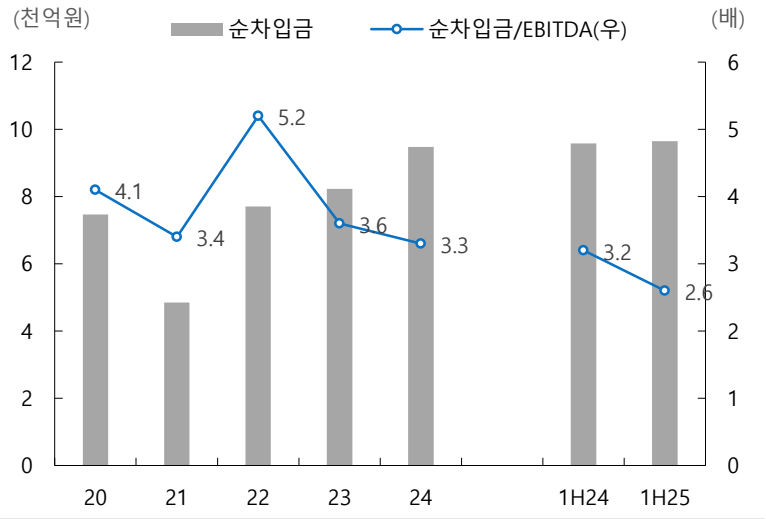
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA/금융비용 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이

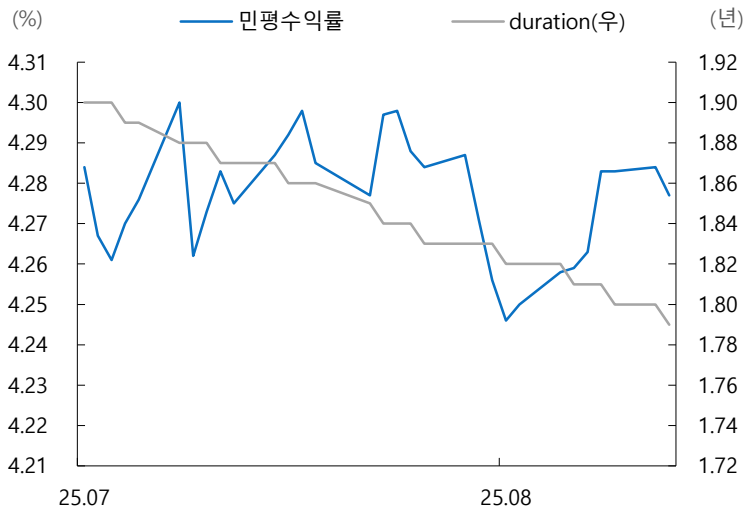


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

⑤ SK에코플랜트 184-3(A-/S) # 4%대 금리, 사업 리밸런싱으로 재무건전성 개선 전망

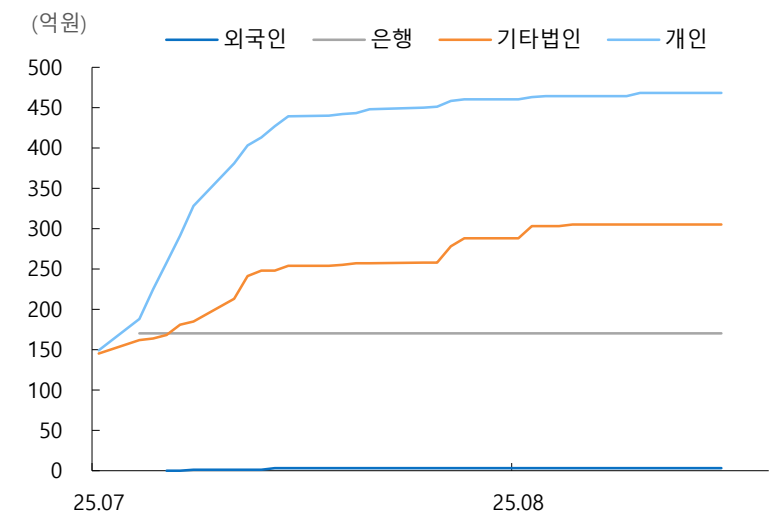
- 동 채권 민평수익률 4.27%대에서 형성. 표면금리 4.284%. 회사채도 2%대 금리가 보통인 시대에서 고금리 메리트 확보, 기타법인과 개인 이외에 은행권에서도 보유 중인 것으로 파악
- 동사, 해상풍력 전문 자회사 SK오션플랜트 지분 전량 매각 검토 중. 이외에도 환경자회사 리뉴어스, 리뉴원 등 자회사 지분 매각으로 약 1조7,800억원 자금 확보. 반도체 계열 플랜트로 사업 재편 및 자회사 매각으로 체질 개선, 재무건전성 개선에 도움 줄 것
- 내년 목표로 IPO 추진 중. 증권시장 상장된다면 자본시장 조달 여력 강화로 수혜 가능할 것
- 동사 25년 상반기 영업이익 2,000억원 상회. EBITDA도 5,704억원으로 수익성 제고 중(20년 EBITDA 2,044억원). 환경 및 에너지사업 관련 투자 지출로 순차입금 증가(25년 상반기 5.5조원)이나 재무 개선 노력 지속 전제 하에 안정세 되찾을 것으로 전망
- 신용등급 관련, 한기평 하향 트리거로 EBITDA 마진 3% 미만, 순차입금/EBITDA 7배 이상 제시되어 있음(동사 25년 반기 기준 각각 6.5%, 7.4배). 순차입금/EBITDA 지표는 모니터링 필요하나 중기적으로 재무 개선되어 7배 하회 및 안정화 전망

<그림> 동 채권 민평금리 및 듀레이션 추이



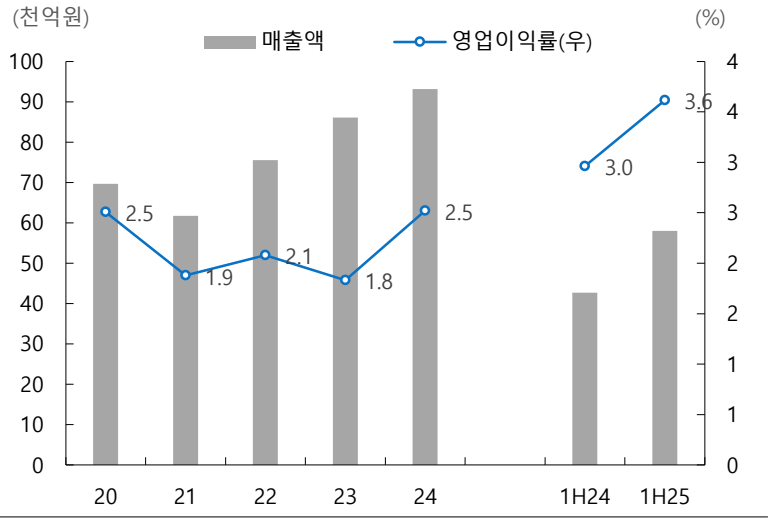
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 투자주체별 동 채권 잔고 추이



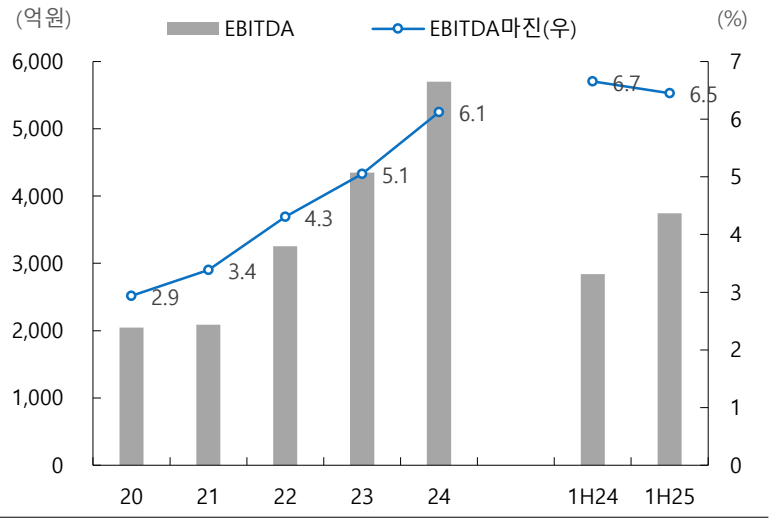
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 매출액 및 영업이익률 추이



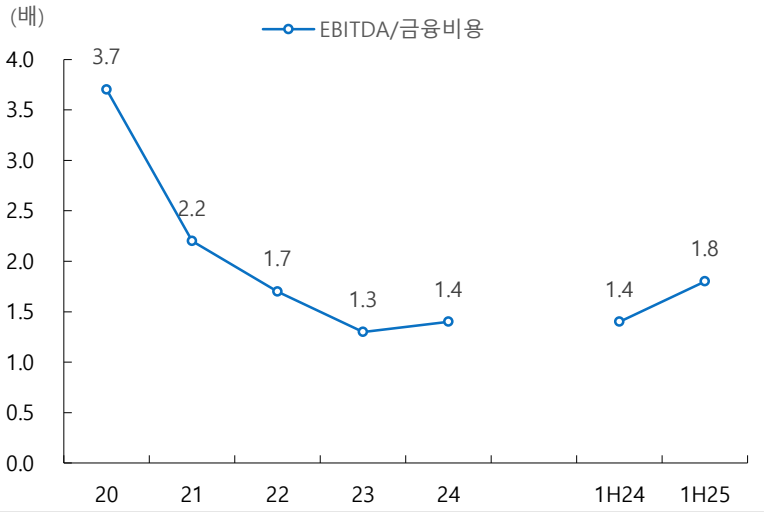
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA 및 EBITDA 마진 추이



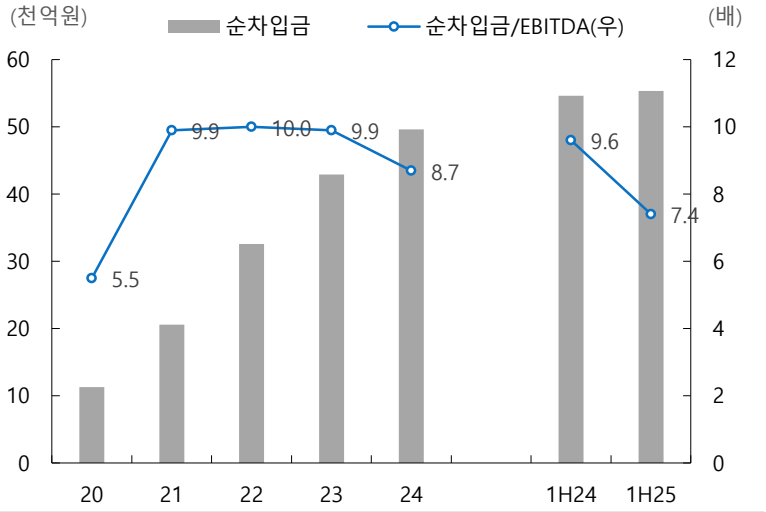
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> EBITDA/금융비용 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



자료 : Quantiwise, 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.