SK securities
Happiness Partner

# SK Bond Model Portfolio

## 2009 년 4 월

Strategy 양진모
Rates 염상훈
Credit 이하정
Quant 이수정

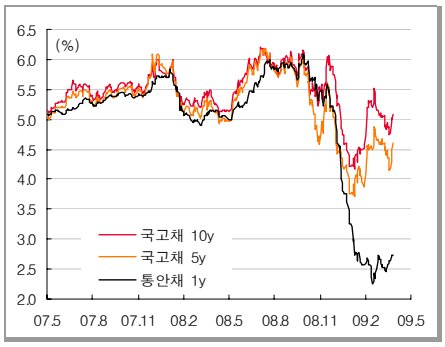
## 이해관계의 절충점까지 금리 상승 예상

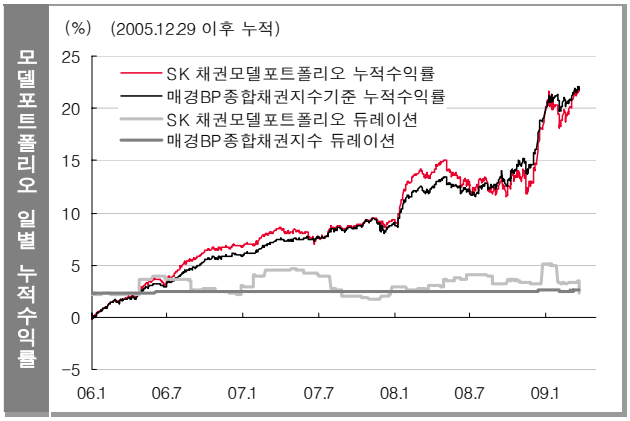
▶ 3 월 채권시장은 국고채 5 년물 수익률이 4.57%에서 4.15%까지 하락했다가 다시 월초 수준으로 되돌아갔다. 한국은행 기준금리가 5 개월 만에 동결되었고, 기대했던 외국인 매수세는 지체된데다, 추경안과 국고채 소화 원활화 대책에서 비록 바이백을 활용하여 총량을 줄여주었지만 물량자체가 늘어난다는 점이 부담으로 작용했다. 또한 美 부실자산처리 구체안 발표와 낙관적 전망의 확산, Fed 의 국채매입 양적완화 발표 이후 급락했던 국채금리가 반등한 점도 부담으로 작용했다. 결국 장단기 스프레드는 축소세에서 확대로 반전했고, 신용스프레드도 정체되었다. 한편 3 월 SK 채권모델포트폴리오는 벤치마크 대비 월간 78bp Outperform 했다.

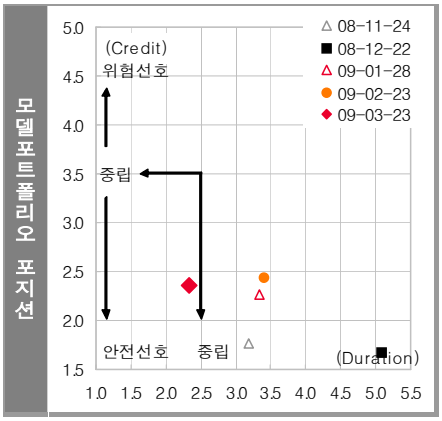
▶ 4 월 채권시장은 국고채 5 년물 금리가 1 차적으로 전고점까지 상승할 전망이다. 채권수요와 공급이 서로 베일에 가려있다가 공급측 위용이 먼저 드러나면서 그동안 침묵해왔던 채권자측 이해가 반영될 전망이다. 기준금리 동결이 예상되는 가운데 한은의 국채매입 양적완화도 히든카드로 남겨질 전망이다. 정부도 국고채 1 년물 발행 및 남은 바이백 재원을 히든카드로 남기고, 당분간 국고채 소화를 위해 채권자들과 타협할 전망이다. 결국 히든카드가 나올 때까지 금리 상승 조정이 예상되어, 4 월 SK 채권모델포트폴리오는 국고채와 공사채 장기물을 제외하고 단기물 비중을 늘렸다.

(2009년 3월 27일 기준)

| | |
|---|---|
| 국고채 3년물 수익률 | 3.74% |
| 국고채 5년물 수익률 | 4.59% |
| 국고채 10년물 수익률 | 5.06% |
| 회사채(AA-) 3년물 수익률 | 6.07% |
| 회사채(BBB-) 3년물 수익률 | 12.10% |
| KOSPI | 1,237.51p |
| 원/달러 환율 | ₩1,349.00 |



# Contents


4 월 전망 – 이해관계의 절충점까지 금리 상승 예상 ····· 3

4 월 SK 채권 모델포트폴리오 ····· 14

섹터별 모멘텀과 비중변화 ····· 16

4 월 SK 채권 모델포트폴리오 변경내역 ····· 17

3 월 SK 채권 모델포트폴리오 성과평가 ····· 18

편입종목분석 ····· 24


Compliance Notice

- 본 보고서의 채권 모델포트폴리오에 편입된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 2009 년 3 월 28 일 오후 6 시 8 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 본 보고서에 언급된 종목 중 SK, SK 텔레콤, SK 케미칼은 당사와 계열관계에 있습니다.
- 섹터별 투자의견은 해당섹터의 투자비중을 나타냅니다.
  비중확대: 섹터별 채권 발행잔액비중보다 편입비율을 높임
  중　　립: 섹터별 채권 발행잔액비중보다 편입비율을 유지함
  비중축소: 섹터별 채권 발행잔액비중보다 편입비율을 낮춤

Analyst 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

# 4 월 전망 – 이해관계의 절충점까지 금리 상승 예상

## 4 월 채권시장 전망

**Concept**
**저금리에 대한**
**채권자의 저항 움직임**

4 월은 저금리에 대한 순채권자들의 저항으로 새로운 협상균형을 찾아가는 장세가 예상된다. 대표적으로 미국과 중국의 갈등을 들 수 있다. 내적으로는 채권자(장기투자기관)과 차입자(정부, 기업)간 새로운 협상을 하는 과정이 될 것이다. 이 부분에 대해서는 후술할 Focus 부분에서 자세히 다루도록 한다.

**추경과 수급 :**
**바이백 재원활용은 중립적**

28.9 조원 규모로 당정의 추경안이 나왔다. 세계잉여금 등 12 조원과 국고채로 16.9 조원을 조달한다. 총액기준으로는 7.3 조원만 늘어난다. 시장관리용 국고채 발행한도(바이백용)을 활용한 묘수가 돋보였다. 그러나 순증이 늘어나는 것과 소화측면에서 정부의 히든카드가 나올 때 까지 시장금리는 오를 것으로 보인다. 이 역시 후술할 Focus 부분에서 자세히 다루도록 한다.

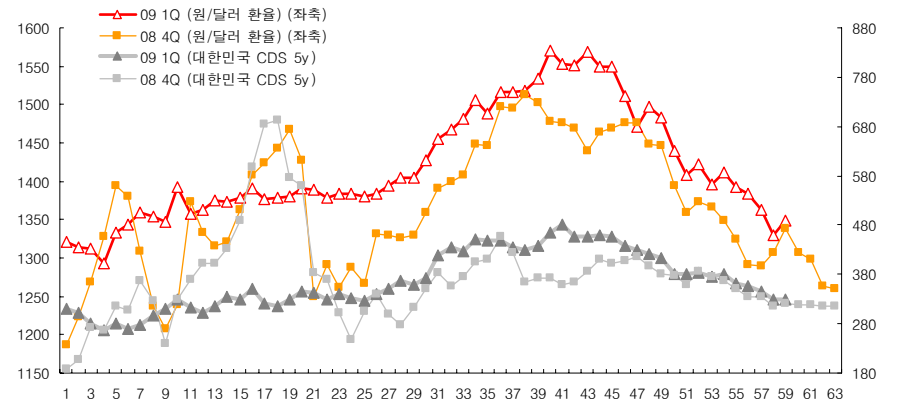
**통화정책 :**
**기준금리 2% 유지 전망**
**양적완화 카드는 아직...**

4 월 금통위는 기준금리를 동결할 전망이다. 양적완화는 순서상 50bp 의 기준금리 추가 인하 이후가 될 전망이다. 미국의 국채 매입 양적완화 개시로 달러 약세 가능성이 높아졌다는 것은 다른 나라들도 양적완화에 돌입할 여지를 만들어주었다. 이미 일본, 영국, 미국에서 보여준 바와 같이 국채 매입 양적완화는 매우 강한 효과를 줄 수 있기 때문에 시장금리 상승이 회사채, 민간신용 등에 악영향을 미치기 시작했다고 판단될 때 써먹을 히든카드로 아껴둘 전망이다.

**펀더멘털 :**
**시장은 낙관론이**
**주도하겠지만...**
**아직 터널은 끝나지 않았다**

4 월 첫주에 발표될 2 월 광공업생산은 -14%(y/y), 3 월 소비자물가는 +3.9%(y/y), 3 월 수출증가율은 -22%, 무역수지 +47 억불 흑자로 예상된다. 다소 중립적 또는 시장금리 상승을 부추기는 팩터가 드러날 가능성이 있다. 월초중반에 걸쳐 낙관론이 다소 우세할 수 있다는 점에 유의해야 할 것으로 보인다. 이후 1 분기 성장률 발표 및 한국은행의 수정전망, 주요 기관들의 수정전망 방향은 금리 하락쪽에 무게를 실어줄 수 있을 것으로 보인다.

**Decalcomanie : 작년 4 분기말 흐름과 같은 원/달러 환율, 대한민국 정부 CDS 프리미엄**




자료 : Bloomberg, SK 증권

**Analyst** 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

**환율 :**
**단기적으로 전강후약 흐름**
**장기적으로 고점 낮추기**

환율은 3 월말까지 하락세를 보인 후 조정장세를 보일 전망이다. 최근 급격히 하락한 점과 분기말 결산효과를 지나기 때문이다. 길게 보면 올해 경상수지가 270~300 억불 넘게 불황형 흑자를 보일 수 있다는 점에서 하향 안정될 가능성이 높아 보인다. 다만 원자재 가격 안정과 해외에서의 자동차, 유화, LCD 선전 및 중국효과가 유지된다는 전제가 필요하다.

**4 월 전망 :**
**숨겨진 카드 나올 때까지**
**Yield Curve Steepening**

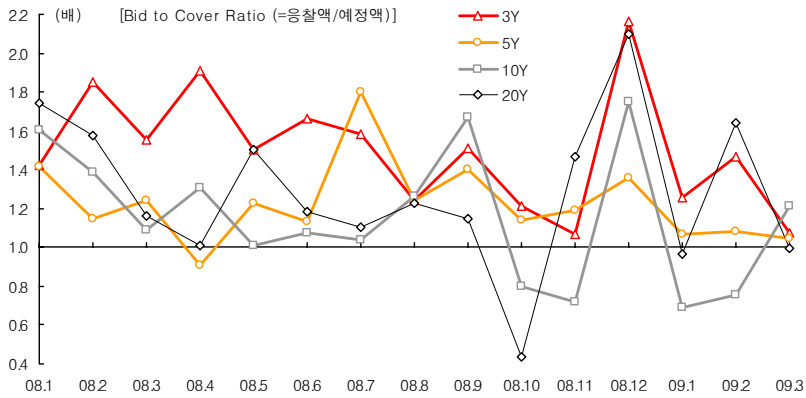
1 차적으로는 전고점까지 상승할 것이다. 국고채 3 년물, 5 년물, 10 년물의 전고점은 각각 3.99%, 4.88%, 5.51%이다. 30~40bp 상승이 예상된다. 전고점에 도달한 이후에는 추가 상승이냐, 하락 반전이냐를 놓고 혼조세가 예상된다. 2 차적으로는 추가 20~30bp 상승 흐름이 예상된다. 전고점이 뚫린다는 의미는 '시장이 재정부와 한국은행에게 Hidden Card 를 꺼내라는 압박'으로 볼 수 있다. 그러나 이 카드들이 나오려면 적어도 한달 이상은 걸릴 것 같다.

왜냐하면 4 월 임시국회로 바쁠 수 있기 때문이다. 이번 임시국회는 추경안을 놓고 줄다리기가 있겠지만, 임시 국회가 4 월말까지이고, 4 월 29 일에는 재보선이 있기 때문에 중순 정도에 끝날 가능성이 높다. 그런데 임시국회에서 법안들의 본회의 통과가 늦어질수록 '새 돈'으로 기대되는 외국인 채권투자자금 유입이 늦춰질 가능성이 높아진다는 것은 금리 상승 쪽 압력으로 작용할 수 있다. 특히 재정부의 국고채 1 년물 발행카드는 재정부가 '금리보다는 소화'에 초점을 맞추고 있는 만큼 시장금리가 좀 오르더라도 바로 나오지는 않을 전망이다. 한국은행의 '국채 매입 양적완화' 카드는 '4 월초 수정 경제전망', 추경안 국회통과와 더불어 논의될 수 있는 '한은법 개정' 등이 복합적으로 얽힐 수 있다.

**정부와 한은의**
**히든카드 나오면**
**Flattening 으로 전환**

결국 '새 돈'이 필요하다. 당장 기대할 수 있는 것은 외국인 면세와 관련한 법안 통과 이후 실제로 얼마나 들어오느냐, 어느 정도 속도로 들어오느냐가 관건이다. 일단 3 월말 Citi WGBI 편입은 물 건너간 것으로 보이니, 6 월말을 기대해 봐야겠다. 국민연금과 보험권은 저가 매입쪽에 서있을 것으로 보인다. 종합해보면 4 월은 수급장세가 될 것으로 보이고, 어느 정도 조정이 불가피한 국면이 될 것으로 예상된다. 하지만 언제 나올지 모르나, 정부와 한은의 히든카드가 나오면 Yield Curve Flattening 에 베팅하는 것이 바람직하다. 왜냐하면 아직 더블딥까지 포함한 최종 바닥은 2011 년초까지로 그때까지 펀더멘털은 저금리를 지지할 것이기 때문이다.

**국고채 정례입찰시 만기물별 응찰률(Bid to Cover Ratio) 추이**




자료 : SK 증권

## Focus - 저금리에 대한 저항, 그리고 이해관계의 절충점

**인위적 저금리에 대한 채권자의 저항**

저금리에 대한 저항으로 새로운 국면이 전개되고 있다. 대표적으로는 미국과 중국간의 갈등이다. 무자비한 달러 공급으로 향후 글로벌 인플레이션이 폭발하면 미국 국채를 가장 많이 보유하고 있는 중국이 가장 큰 손해를 볼 수 있기 때문이다.

물론 최근 기축통화를 SDR 로 바꾸자는 문제제기는 헤게모니 쟁탈전 성격도 있겠다. 과거 영국 파운드화에서 미국 달러화로 세계 기축통화의 주도권이 넘어간 것처럼, 언젠가 중국으로 헤게모니가 넘어간다고 보면 미국도 시간을 끌되 SDR 로 절충할 가능성도 없지 않아 보인다.

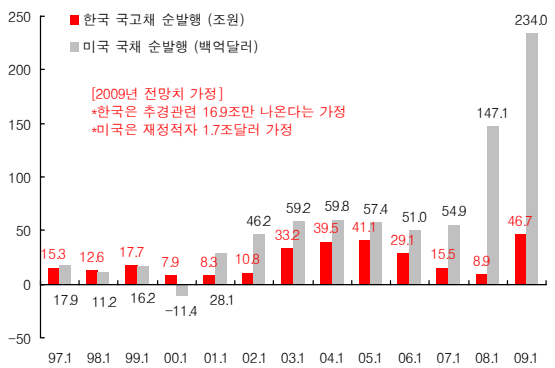
그 의도가 어떻든 간에 당장은 지난 보고서에서도 언급한 바와 같이 양적완화, 달러공급, 달러 약세에 따른 인플레이션의 경로로 진행되면, 이미 쏟아졌고 앞으로도 쏟아질 각국 정부채의 실질채무부담은 줄어들기 때문에 미국 뿐만 아니라 다른 나라들도 Inflation Tax 의 유혹에 빠지기 쉽다. 하지만 투자자들은 당장은 아닐지라도 앞으로 이런 경로가 진행될 가능성이 높다면 당연히 높은 보상수준, 즉 높은 금리를 요구하게 된다. 그동안은 글로벌 금융위기 공포로 사상 유래없는 저금리 환경으로 이끌려왔지만, 슬슬 분위기가 이완되고 면역력도 생기니, 순채권자 또는 이자소득자들의 반발이 점점 거세지고 있는 상황이다.

**왜 추경 발표가 빌미인가?**

중앙은행의 '국채 매입 양적완화' 선언 이후 구체적인 계획물량 발표는 단기적인 수급부담을 얼마나 줄여줄지를 알려준다는 측면에서 다른 나라에서 보여준 바와 같이 채권금리 하락 요인으로 작용한다.

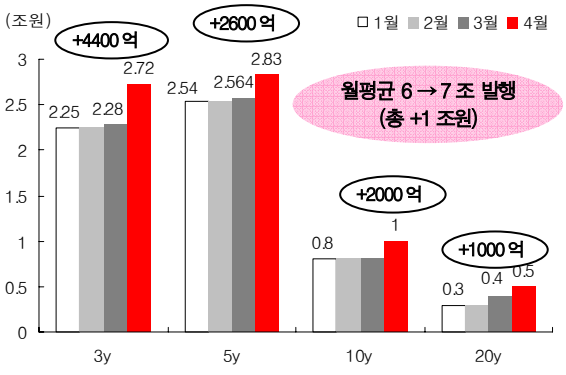
반면 정부의 재정지출 확대 필요성 언급 이후 구체적인 재정확대(추경) 규모와 이를 구체적으로 얼마나 더 국채를 발행하여 늘릴지를 발표하는 것은 위에서 언급한 채권자들에게는 싸게 살 논리를 제공한다는 측면에서 채권금리 상승 요인이 된다. 이는 마치 사과가 풍년이고 수확기를 맞아 제철과일이 될 때, 저렴하게 많이 사먹을 수 있는 것과 같은 이치이다. 즉 매우 시장적이라는 것이다.

**한국과 미국의 연간 국채 순발행 추이**




자료 : Datastream, SK 증권

**2009 년 월별 경쟁입찰분 국고채 발행계획규모**




자료 : 기획재정부, SK 증권

Analyst 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

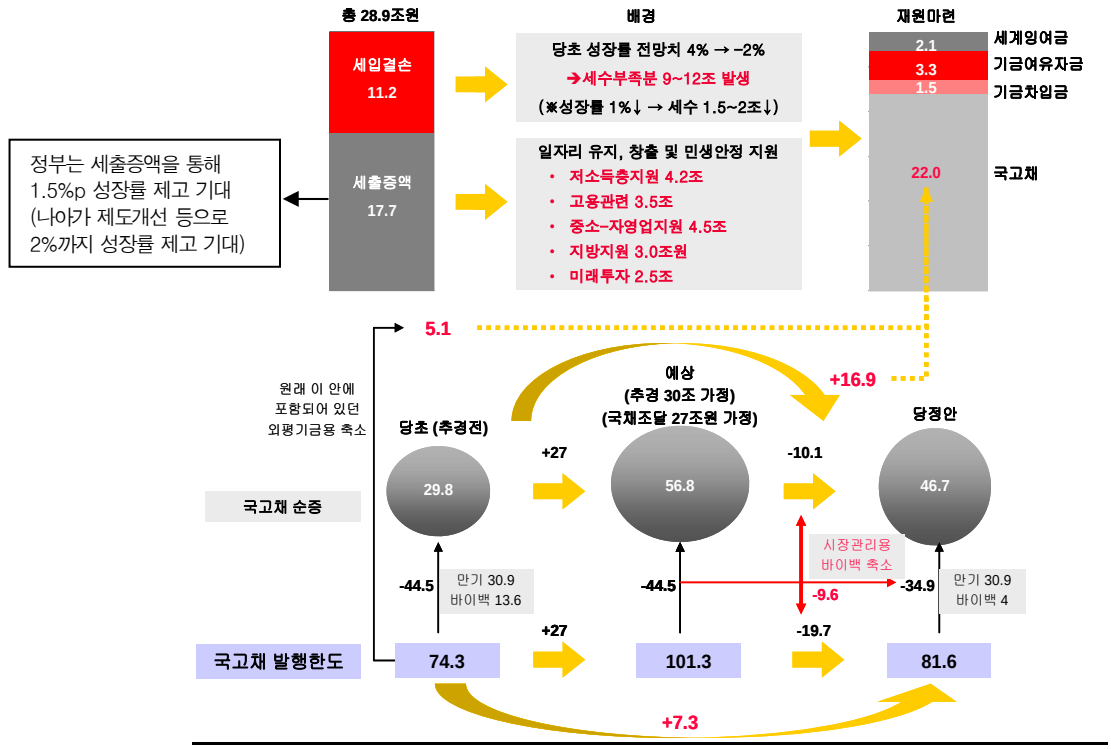
**추경안 세부 및 국고채 수급 변화 세부내용**

당정의 추경안은 총 28.9 조원 규모이다. 이에 따른 재원마련은 아래 도표에 나타낸 바와 같이 세계잉여금 등 12 조원과 국고채 22 조원(당초 외평기금용 5.1 조원 + 추가 16.9 조원)으로 조달한다. (세계잉여금은 국가재정법 제 90 조에 따라 지방교부세, 교부금 정산, 공적자금상환, 기타 채무상환 및 추경예산 재원 등으로 사용된다. 구체적으로 지방교부세 및 교부금정산으로 2 천 947 억원, 공적자금상환기금 출연 1 조 2 천 845 억원, 일반회계 적자국채 상환 8 천 991 억원, 추경재원 2 조 980 억원 등 모두 4 조 5 천 763 억원의 사용처가 정해졌다.)

이에 따라 올해 국고채 발행계획은 당초 74.3 조원에서 81.6 조원으로 늘어난다. 그런데 추가 16.9 조원을 당초 물량 74.3 조원에 더하면 91.2 조원인데 왜 81.6 조원이 될까? 이는 작년말 '예산안과 기금운용계획안'을 국회에 제출할 때 승인받은 '총상환한도 44.5 조원'에 숨어있다. 올해 국고채 만기는 30.9 조원으로 추가 13.6 조원을 바이백 등에 사용하기 위해 44.5 조원을 계상한 것이다. 즉, 당초 총발행물량 74.3 조원 중 13.6 조원은 국고채 3~10 년물로 발행되어 잔존만기 1~2 년물을 매입하는 재원으로 사용되는 것이다. 그런데 13.6 조원 중 9.6 조원을 아예 발행하지도 않고 바이백 하지도 않아 총 발행물량을 91.2 조원에서 81.6 조원으로 줄인 것이다.

바로 이 부분이 묘안으로 평가될 수 있다. 어차피 국고채 장기물을 발행하여 1~2 년물을 매입하면 전체 총량은 불변이겠지만, 시장 전체의 듀레이션은 늘어난다. 즉 투자자들의 부담이 커진다는 것이다. 당초 국고채 1 년물 발행을 통해 시장 전체의 듀레이션을 줄이는 것이 그나마 늘어나는 국고채 부담을 줄여줄 수 있는 방안이라고 보았는데, 그보다 사실 더 나은 것이다.

**총 28.9 조 규모 추경 편성 (당정안)과 배경 → 그리고 재원조달방법과 실제 발행규모**




자료 : 기획재정부, SK 증권

**그래도 부담은 남는다. 정부는 소화에 포커스 이해관계자간 새로운 균형 형성될 가능성**

하지만 총량을 줄여주긴 했지만, 그래도 당초보다 16.9 조원이 더 늘어 **올해 국고채 순증규모는 당초 29.8 조원에서 46.7 조원이 된다.** 이런 측면에서 정부는 수요기반 확대를 위해 외국인 면세, 국채전문딜러(PD) 저리 인수금융 지원 및 비경쟁입찰을 통한 추가 인수물량 확대, MMF 제도개선(5% 한도로 5 년물까지 편입할 수 있게 변경), 국고채 FRN 발행여지 등을 남겨두었다. 사실 FRN 발행 가능성은 당국자도 부정적이고 시장도 매도 가능성이 떨어져 선호가 떨어질 것으로 보여졌다. MMF 제도개선도 MMF 의 변동성 관리가 어려워 크게 기대하지 못할 것 같다. 그런데 PD 인수금융과 비경쟁입찰 및 낙찰금리에 여지를 둔 부분이 인상적이다. **여기서 이해관계의 절충점, 즉 지금보다는 높아진 금리 수준에서 상당한 물량이 소화될 가능성이 있다.** 특히 최근 장기물 입찰에서 전액 소화시키는 것으로 볼 때, 앞으로 입찰자들은 최대한 약하게 낙찰금리를 써낼 것이고 이는 보험, 연기금 등 장기투자기관이 금리 메리트를 느낄 수 있는 수준까지 오를 것이다. 다만 PD 저리인수금융은 1~1.6%에 Funding 이 되는 것이고, 또한 낮은 기준금리도 장단기 Carry 를 부추겨 너무 멀리 날아가지 못하게 중력으로 작용할 것이다.

**정부의 히든카드 : 바이백 4 조 마저 축소, 국고채 1 년물 발행**

앞으로 정부의 히든카드는 남은 바이백 재원 4 조원을 '국채교환'에 쓰기 보다 이번처럼아예 '발행하지도 않고 바이백도 하지 않는 쪽'으로 사용하는 것이다. 그래도 시장금리가 계속 오르는 불안한 모습을 보이고 이것이 회사채 등 민간 신용시장의 불안요인으로 파급되는 구축효과가 발생하면, 국고채 1 년물 카드를 꺼낼 것으로 예상된다. 어차피 내년 만기도래물량은 30 조원 정도 규모이고, 경기가 더 이상 나빠지지만 않는다면, 재정지출 규모를 현수준 내지는 조금은 줄여볼 수 있는 여지도 있기 때문에 1 년물 발행으로 롤오버 하고, 단기 부동화된 자금도 활용하여 유동성 함정을 극복한다는 논리도 세울 수 있기 때문이다. 그리고 만약 이러한 카드들이 나온다면, 시장입장에서는 금리 하락 모멘텀이 발생했다고 해석하면 될 것이다.

**공급사이드가 먼저 부른 Checkmate ! – 정부의 숨은 카드와 시장의 뒷전에 있는 한은, 외국인**

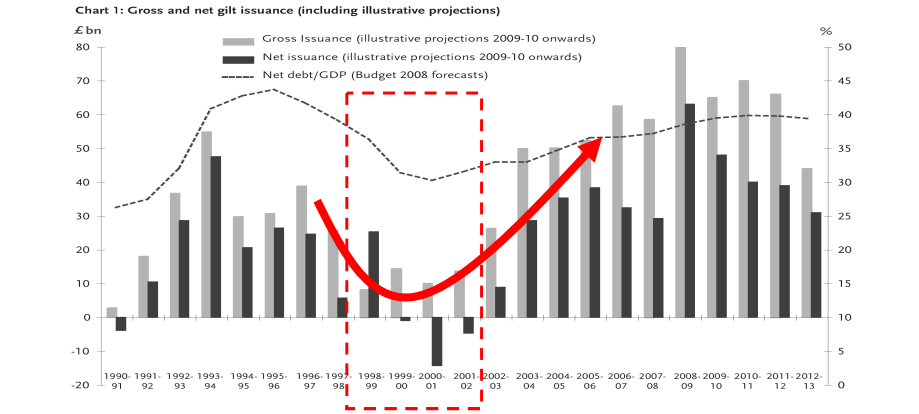
자료 : SK 증권

**Analyst** 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

**국채교환제도, 과연 유용할까?**

한편 이번에 발표된 국채교환제도는 영국의 국채교환제도를 모델로 한 것으로 알려지고 있는데, 사실 영국의 국채교환제도는 1998~2001 년 재정수지 흑자로 인해 당발물(On the Run) 발행이 현격히 줄어들면서 당발지표물의 거래부진이 나타났고, 이에 지표물 거래를 활성화하기 위해 경과물(Off the Run)을 지표물로 바꿔 유동성을 제고했던 제도이다. 한편 영국은 만성적으로 재정수지 적자를 보이다가 88~89 년과 98~01 년 흑자를 보였는데, 경기 회복에 따른 소득세 증가가 주요인이었고, 향후 공무원수 증가 등 지출 증가로 다시 적자를 늘려갔다.

**영국 국채발행 및 순발행 추이 : 국채교환제도는 발행물량 줄어 지표물 유동성 제고 위했던 것**




자료 : 영국 DMO(Debt Management Office)

**초기에는 교환 많았으나...**

당시 Conversion Offer 가 먼저 시작되고 이후 Switch Auction 이 나왔다. 이른바 전자는 매출방식, 후자는 입찰방식이다. 또한 전자는 비슷한 만기물로 바꿔주는데 쓰였고, 후자는 먼 미래 만기물로 바꾸어 시장의 듀레이션을 늘렸다. 초기에는 응찰률도 높고 잔액의 대부분을 새물건으로 바꿔주었으나, 갈수록 응찰률도 떨어지고 규모도 줄어들었다. 정부입장에서는 당시의 재정흑자로 고금리 쿠폰을 퇴장시켜 미래 현금흐름 부담을 줄이고 차입만기구조도 장기화시켰다.

**RESULTS OF GILT CONVERSION OFFERS (1998.1 ~ 2009.2)**

| Conversion Date | Source Gilt | Nominal Converted (£ million) | Percentage Take Up of Offer | Destination Gilt | Nominal Created (£ million) | Conversion Ratio per £100 nominal |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 05-Aug-2002 | 9% Treasury Loan 2008 | 4,808.35 | 87.5% | 5% Treasury Stock 2008 | 5,921.48 | 123.15 |
| 23-Jul-2001 | 9% Treasury Stock 2012 | 4,958.37 | 92.5% | 5% Treasury Stock 2012 | 6,760.74 | 136.35 |
| 26-Jul-1999 | 9½% Conversion Stock 2004 | 3,105.47 | 91.0% | 5% Treasury Stock 2004 | 3,788.67 | 122.00 |
| 01-Feb-1999 | 12½% Treasury Stock 2003-2005 | 2,047.81 | 93.1% | 6¼% Treasury Stock 2003 | 2,541.33 | 124.10 |
| 16-Nov-1998 | 8% Treasury Stock 2009 | 2,890.32 | 83.8% | 5¾% Treasury Stock 2009 | 3,377.34 | 116.85 |
| 22-Jul-1998 | 11¾% Treasury Stock 2003-2007 | 2,916.50 | 92.6% | 6¼% Treasury Stock 2003 | 3,445.84 | 118.15 |

**RESULTS OF GILT SWITCH AUCTIONS (1998.1 ~ 2009.2)**

| Auction Date | Issue Date | Source Gilt | Nominal Switched (£ million) | Destination Gilt | Nominal Created (£ million) | Dirty Price Ratio | Bid to Cover Ratio |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 19-Jul-2001 | 20-Jul-2001 | 2% Index-linked Treasury Stock 2006 | 500.00 | 2½% Index-linked Treasury Stock 2016 | 561.40 | 1.1228 | 1.27 |
| 21-Jun-2001 | 22-Jun-2001 | 8¼% Treasury Loan 2007 | 1,400.00 | 5% Treasury Stock 2012 | 1,693.72 | 1.2098 | 2.61 |
| 06-Dec-2000 | 07-Dec-2000 | 8% Treasury Stock 2015 | 1,999.00 | 4¼% Treasury Stock 2032 | 2,686.00 | 1.3435 | 1.47 |
| 27-Sep-2000 | 28-Sep-2000 | 8% Treasury Stock 2015 | 1,500.00 | 4¼% Treasury Stock 2032 | 2,098.00 | 1.3985 | 1.61 |
| 22-Jun-2000 | 23-Jun-2000 | 8% Treasury Stock 2015 | 1,500.00 | 4¼% Treasury Stock 2032 | 2,046.00 | 1.3641 | 1.54 |
| 09-Feb-2000 | 10-Feb-2000 | 8% Treasury Stock 2015 | 1,500.00 | 6% Treasury Stock 2028 | 1,612.00 | 1.0745 | 1.44 |
| 21-Oct-1999 | 22-Oct-1999 | 8% Treasury Stock 2003 | 1,000.00 | 5% Treasury Stock 2004 | 1,120.00 | 1.1201 | 5.13 |

자료 : 영국 DMO(Debt Management Office) http://www.dmo.gov.uk/ceLogon.aspx?page=about&rptCode=D2.1PROF2

**긍정적 측면과 부정적 측면**

그런데 앞으로 사용될 국채교환제도가 시장입장에서 과연 효과적일까? 정부 입장에서는 효과적일 수 있다. 차입만기구조에 변화를 줄 수 있고 고금리 쿠폰을 저금리 쿠폰으로 바꿔놓을 수 있기 때문이다. 또한 입찰을 통해 지표-비지표 프리미엄을 취할 수 있다. 그러나 시장 입장에서는 달갑지만은 않을 수 있다. 영국의 도입배경으로 볼 때, 지금은 대규모로 지표물이 공급되고 있는 시기이므로 지표금리 상승 압력을 줄 수 있다. 4 조원 규모로 발표되었지만, 잔존물량이 5~6 조원대인 경과물 한종목만을 대상으로 실시한다는 극단적 가정시, 해당 종목 보유자는 따돌림 받을 수 있다는 걱정으로 반강제적으로 입찰에 응찰할 수 밖에 없고, 이 과정에서 경쟁적 저가 응찰을 할 수도 있다. 때문에 양쪽이 윈윈하기 위한 충분한 소통이 필요하다.

**아직은 기대감만 있는 수요기반 확대부분**

한편 상대방은 예상보다 큰 몸집으로 실체를 드러낸 반면, 지원군은 당도하려면 시간이 걸릴 것 같다. 외국인, 한국은행, 국민연금, 개인/법인 등이 잠재적인 국고채 매수세력으로 기대되고 있지만, 외국인 부분은 1~2 년 뒤에는 분명 100 조원대의 위용을 갖출 수 있다는 전망에도 불구하고, 당장은 면세 법안 국회통과, 글로벌 국채지수 편입, CDS 및 환율 안정 등이 선행되어야 할 것이다. 한국은행은 RP 용 국고채 단순매입 카드부터 시작해서 매칭식으로 10 조원 정도까지도 사줄 수 있겠지만, 금리 상승이 경기 회복을 위협할 경우, 구원투수로 등장할 전망이다. **단, 한은이 들어오면 그때가 금리 고점이 될 것으로 본다.** 개인/법인의 매수는 금리 수준과 경기 조건부로 봐야겠다. 즉, 금리가 높으면 들어오고, 경기 침체로 안전자산 선호가 강화되어야 들어올 것이므로 주도적이라기보다 추수적일 것이기 때문에 선봉대 역할은 못한다.

**국민연금의 역할 확대**

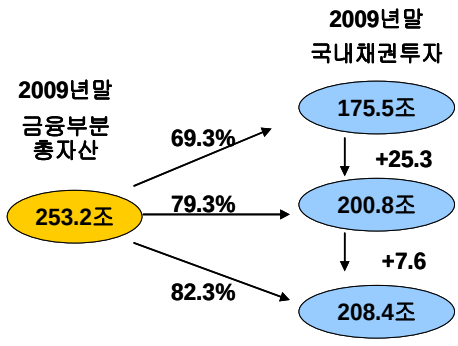
그나마 국민연금은 보폭을 넓힐 수 있을 것 같다. 추경관련 국고채 소화 원활화 방안이 나왔던 3 월 25 일, 국민연금의 2009 년말 국내채권에 대한 투자비중 목표는 69.3%로 유지하면서 허용범위를 ±10%p 에서 ±13%p 로 확대한다고 발표했다. 즉, 당초 59.3~79.3%까지 투자할 수 있었던 것이 56.3~82.3%로 확대된 것이다. 아래 그림을 보면, 2007 년말에서 2008 년말까지 금융부문 자산은 7.5% 늘어났는데, 올해도 7.5% 정도 증가한다면, 연말 금융부문 자산은 253.2 조원이 되고, 최대 82.3%까지 국내채권에 투자한다고 하면, 208.4 조원까지 늘릴 수 있다. 이는 작년말 대비 25.5 조원을 더 매입할 수 있다는 것이다. 특히 2008 년말 기준 만기도래 금융채 등 단기채가 28.3 조원 정도가 있어 재투자까지 감안하면 최대 54 조원의 매수여력이 있다.

**국민연금 부문별 투자금액과 비중** (시가기준, 억원, %, %p)

| 구 분 | 2008년 12월말(A) | | 2007년말(B) | | 증감(A-B) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 금액 | 비중[1] | 금액 | 비중[1] | 금액 | 비중 |
| 금융부문 | 2,355,208 | 99.8 | 2,190,934 | 99.8 | 164,274 | 0.0 |
| 국내주식 | 283,054 | 12.0 | 330,892 | 15.1 | △47,838 | △3.1 |
| 해외주식 | 56,683 | 2.4 | 53,812 | 2.5 | 2,871 | △0.1 |
| 국내채권[2] | 1,829,329 | 77.7 | 1,578,541 | 72.0 | 250,788 | 5.7 |
| 해외채권 | 98,117 | 4.2 | 173,628 | 7.9 | △75,511 | △3.7 |
| 대체투자[3] | 88,025 | 3.7 | 54,061 | 2.5 | 33,964 | 1.2 |
| 복지부문 | 1,842 | 0.1 | 2,036 | 0.1 | △194 | 0.0 |
| 기 타 | 2,468 | 0.1 | 3,264 | 0.1 | △796 | 0.0 |
| 기금자산계 | 2,359,518 | 100.0 | 2,196,235 | 100.0 | 163,283 | 0.0 |

자료 : 국민연금

**국민연금 국내채권 투자비중 변화시**




자료 : SK 증권

**Analyst** 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

## 4 월 채권투자전략

Duration & Macro :
듀레이션 축소

**재정부와 한국은행의 히든카드가 나오기 전까지 BM 대비 듀레이션 축소 :** 앞으로 나올 국고채 발행물량의 상당분을 지금보다는 높은 금리 수준에서 소화하는 것이 맞다고 본다. 일단 BM 대비 듀레이션을 중립 이하로 줄이고, 지금보다 30~40bp 오른 수준부터 저렴하게 장기채를 매입하는 것을 권고한다. 재정부와 한국은행의 히든카드가 나온 이후, 외국인 면세 법안 통과 및 글로벌 국채지수 편입 이후에는 적극적으로 듀레이션을 확대하는 것이 바람직하다.

Yield Curve :
Bear Steepener
포지션으로 전환

**단기물 발행 기대감 상실, 국고채 발행 물량 증가 :** 그동안 기대감으로 진행된 Flattening 은 다시 되돌려질 가능성이 높다.

**당국은 아직 카드를 그대로 보유 중, '단기물 발행', '추가 기준금리 인하', '한은 국채 매입' :** 응찰률이 매우 부진한 가운데 국고채 발행 물량 증가는 상당히 부담스럽다. 정책 기대감이 사라진 지금 Flattening 에 베팅할 이유를 찾기 어렵다. 그러나 과도한 금리 상승이 나타날 경우 당국이 아직 정책 카드를 그대로 보유하고 있다는 점이 부각되며 상승 탄력이 낮아질 전망이다.

**일단은 Steepening, 기존 Flattening 베팅 모두 철회, '통안 2 년-국고 5 년 Spread 확대' 진입 :** 기존의 '통안 2 년-국고 3 년 Spread 축소' 베팅(2/17, 88bp 진입)은 36bp 로 52bp 이익을 실현하고 청산, '통안 1 년-국고 5 년 축소' 베팅(3/10, 151bp 진입)은 186bp 로 35bp 손실을 입고 청산한다. Steepening 기대로 '통안 2 년-국고 5 년 Spread 확대' 베팅(3/27, 121bp 진입)에 새롭게 진입한다.

**국고채 3s5s Spread, 70~100bp 사이에서 움직일 것 :** 논란의 3s5s Spread 는 재정부의 대책발표 이후 빠르게 기대감을 거둬들이며 85bp 까지 벌어졌다. 100bp 까지 확대가 가능해 보인다. 그러나 역시 당국이 아직 히든카드를 갖고 있어 이후 70~100bp 사이에서 등락할 것으로 예상된다.

Credit :
A0 급 이상 회사채
비중확대, 은행채-공사채
스프레드 축소 유지

**회사채 비중확대 의견, A0 급까지 확대 :** AA 급 신용스프레드 축소 예상 의견은 유지한다. 향후 주식시장 강세가 이어질 경우, 국고채에게는 악재, 회사채에게는 호재로 작용할 것이다. 그러나 AA 급 신용스프레드 축소 속도는 상당히 둔화될 것이다. 금융시장 안정, 환율 하락, 기업실적 예상치 상향을 바탕으로 A0 급 회사채까지 비중확대 의견을 제시한다. 단, A-급은 BBB 급으로 떨어질 수 있다는 점에서 제외한다. (3/27, 회사채 A0 3 년물 신용스프레드 309bp 진입)

**은행채-공사채 스프레드 축소 베팅 유지 :** '은행 AAA 3 년물 –공사 AAA 3 년물 Spread 축소' (3/13, 28bp 에 진입) 베팅 포지션은 28bp 로 유지되고 있다. 최근 글로벌 주식시장 강세, 환율 하락 등 금융시장 안정 분위기가 은행채에 우호적일 것으로 보여 포지션을 유지한다.

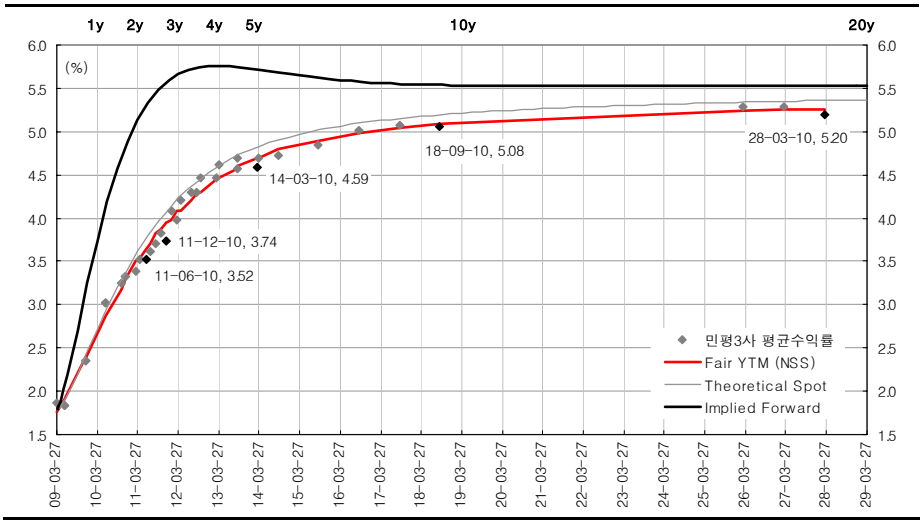
Relative Value :
저평가
5-2, 7-4, 7-5, 3-7, 7-6

고평가되어 매도 의견을 냈던 국고 4-7, 6-6, 8-6, 4-6, 5-4 호는 각각 4bp, 4bp, 24bp, 30bp, 26bp 로 평균 18bp 상승했고, 저평가되어 매수 의견을 냈던 국고 5-2, 7-4, 6-4, 8-4, 7-6 호는 각각 7bp, 7bp, 9bp, 41bp, 26bp 로 평균 16bp 상승했다. 고평가 종목들을 매도하여, 저평가 종목들을 매수했을 때, Duration Neutral 기준으로 득실없이 0bp 를 기록했다.

**고평가된 국고 6-2, 6-4, 7-1, 4-6, 8-5 호는 매도하고, 저평가된 국고 5-2, 7-4, 7-5, 3-7, 7-6 호는 매수가 바람직하다고 판단된다.**

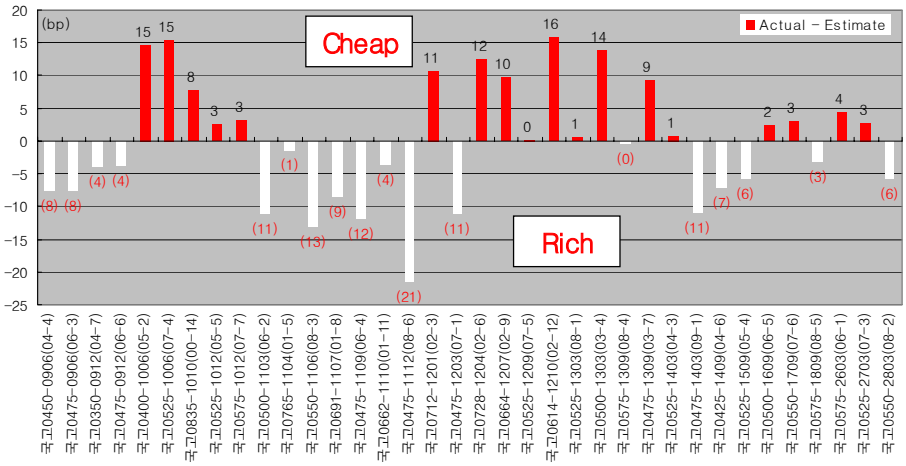
## 국고채 Actual vs Estimated Fair Yield Curve

(Nelson-Siegel-Svensson, Yield Error Min.Model)



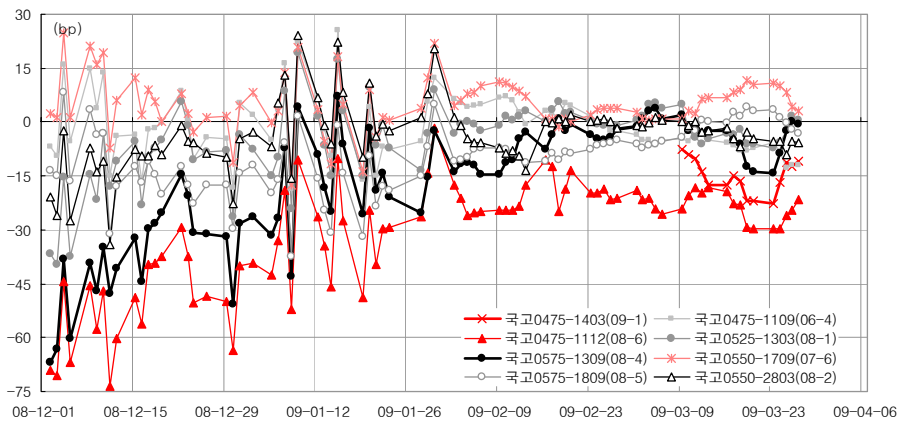

## 국고채 종목별 고평가-저평가(Rich-Cheap) 현황

(09.3.27 기준)




## 국고채 종목별 고평가-저평가(Rich-Cheap) 추이

(08.12.1~09.3.27)




자료 : SK 증권 ※ Valuation 방법은 Fixed Income Perspectives (2009.2.16) 참조 요망

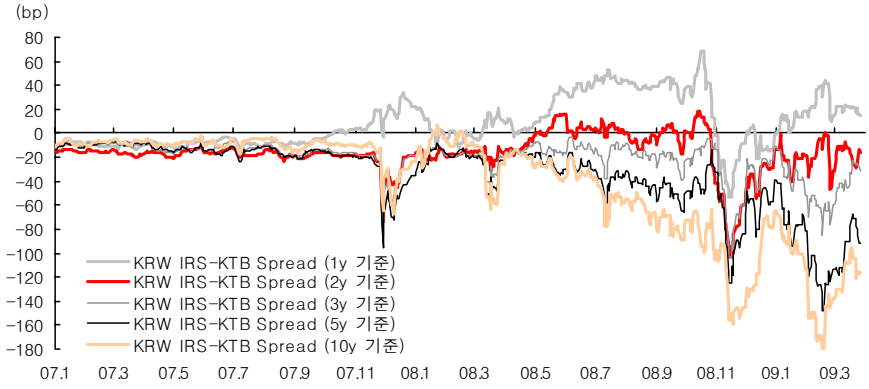
**Analyst** 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

**Swap Spread & Basis : FRN 은행채 영향력, 외국인 면세 혜택에 주목**

**Swap Spread :** 지난주 청산한 **'국고 5 년물 8-4 호 Buy & IRS 5s Pay'** 포지션 (2/13, -126bp 진입, 3/20 일 -72bp 청산)은 언급했던대로 5 년물 FRN 발행이 쉽지 않을 것이라는 인식이 빠르게 확산되며 -90bp 까지 다시 확대되었다. 부동산 시장도 이제 규제완화와 저금리로 인해 주택담보대출이 확대되는 모습이 나타난다면 IRS Receive 수요를 자극할 수 있을 것으로 보인다. 일단 Swap Spread 가 다시 확대되는 반전되는 모습이 나타나기 시작됐다는 점에서 축소 베팅 세력이 섣부르게 진입할 것으로 보이지 않는다. **'국고 5 년물 9-1 호 Sell & IRS 5s Receive'** 포지션 (3/27, -91bp 에 진입)에서 새롭게 진입한다. 한편 단기 쪽에서는 지난 주말 민간시가평가 평균수익률 기준으로 고정금리 은행채 AAA 1 년물 3.35%, 2 년물 4.45%인데, 변동금리 은행채(FRN) 1 년물이 'CD+ 35bp', 2 년물 FRN 이 'CD+75bp'에 발행되어, 은행 입장에서 IRS Pay(고정금리 지급, 변동금리 수취)로 이자를 고정금리로 확정시킨다면 1 년물은 30bp, 2 년물은 50bp 가량 절감할 수 있다. 이러한 매력으로 3 월중 CD 91 일물 연동 FRN 은 5,400 억원이나 발행되었다. 그런데 이는 곧 **'은행채 AAA 2 년물 Buy & IRS 2y Pay'** 매력이 있다는 것으로 해석할 수 있으므로 이 포지션에 새롭게 진입한다. (3/27, 127bp 에 진입)

**Swap Basis :** CRS 금리가 환율 급락에도 불구하고 쉽게 올라가지 못하고 있는 모습을 보이고 있다. 이는 3 월 결산을 앞둔 달러 수요와 Korean Paper 에 대한 Asset Swap 수요가 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 그러나 결과적으로는 스왑베이시스는 축소세로 돌아설 전망이다. **'1 년 스왑베이시스 축소'** 포지션(2/27, -329bp 진입)은 -313bp 로 +16bp 평가이익을 보이고 있지만, 국제 금융시장의 안정화 분위기가 계속되고 있는 상황 속에서 재정거래 유인이 여전히 크다는 판단 아래 리먼브라더스 파산 이전 수준인 -250bp 를 목표로 포지션을 유지하기로 한다.

**은행, CD 연동 FRN 발행 & IRS Pay 하면 1 년물은 30bp, 2 년물은 50bp 절감**



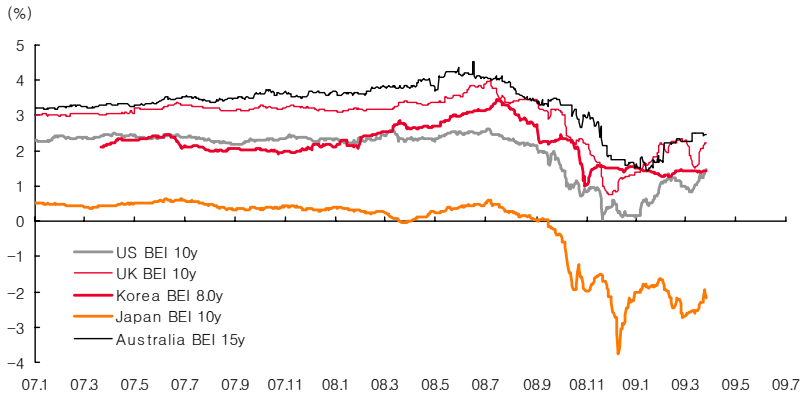

자료 : Bloomberg, SK 증권

**BEI Trading : 국고 6-5 매도 & 7-2 매수**

**BEI 129bp 에 진입(2/2)한 물가채, 143bp 로 강보합 :** 2 월 2 일 코멘트 보고서를 통해 BEI 129bp 에 진입한 포지션은 지난 주말 143bp 를 기록하며 보합권에 머물고 있다.

**스태그플레이션, 저평가, 계절성 감안하여 비중확대 유지 :** 주요국의 BEI 가 다소 주춤하지만 확대 추세를 유지하고 있다. 다른 나라와의 상관관계 고려시 30bp 저평가, 기대 인플레 및 물가안정목표 3% 감안시 150bp 저평가, 계절성으로 6 월까지 연율 7.6% 기대 등으로 비중확대를 유지한다. 공격적 투자자라면 **'명목 국고채 6-5 호 매도 & 물가 7-2 호 매수'**를 권고한다.

### 주요국 BEI 추이 - 일본, 미국, 영국 확대 추세 유지




자료 : Bloomberg, KOSCOM, SK 증권

### 국고채 월평균/최저/최고 수익률 추이와 월간/분기/연간 전망치

(단위 : %)

| | Actual | | | | | Forecast | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 08.11 | 08.12 | 09.1 | 09.2 | 09.3 | 09.4 | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2009 |
| 국고채 3년물 (평균) | 4.97 | 3.97 | 3.44 | 3.78 | 3.66 | **3.95** | **3.6** | **4.0** | **3.7** | **2.9** | **3.6** |
| (Max) | 5.40 | 4.70 | 3.61 | 3.99 | 3.87 | 4.15 | 4.0 | 4.4 | 4.5 | 3.9 | 4.5 |
| (Min) | 4.55 | 3.41 | 3.26 | 3.57 | 3.49 | 3.65 | 3.3 | 3.5 | 3.1 | 2.0 | 2.0 |
| 국고채 5년물 (평균) | 5.17 | 4.30 | 3.97 | 4.60 | 4.47 | **4.75** | **4.4** | **4.7** | **4.4** | **3.6** | **4.3** |
| (Max) | 5.60 | 4.83 | 4.22 | 4.88 | 4.67 | 5.00 | 4.9 | 5.3 | 5.5 | 4.9 | 5.5 |
| (Min) | 4.76 | 3.77 | 3.72 | 4.41 | 4.15 | 4.45 | 3.7 | 4.0 | 3.4 | 2.3 | 2.3 |

주 : 국고채 수익률 최저-최고는 금융투자협회 고시 최종호가수익률 기준, (A)는 실제치

### 주요 채권 최종호가수익률 주간 추이와 전망치

(단위 : %)

| | 만기 | 3/20(금) | 3/23(월) | 3/24(화) | 3/25(수) | 3/26(목) | 3/27(금) | 이번 주 전망범위 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **국고채** | **(3년)** | 3.49 | 3.55 | 3.64 | 3.64 | 3.71 | 3.74 | 3.65 ~ 3.90 |
| | **(5년)** | 4.18 | 4.28 | 4.43 | 4.48 | 4.60 | 4.59 | 4.50 ~ 4.80 |
| | **(10년)** | 4.77 | 4.94 | 5.01 | 5.00 | 5.08 | 5.06 | 5.00 ~ 5.30 |
| | **(20년)** | 4.88 | 5.09 | 5.16 | 5.15 | 5.22 | 5.21 | 5.15 ~ 5.45 |
| **회사채** | **(AA-,3년)** | 5.92 | 5.94 | 6.02 | 6.02 | 6.07 | 6.07 | 6.00 ~ 6.25 |
| | **(BBB-,3년)** | 11.94 | 11.97 | 12.05 | 12.04 | 12.10 | 12.10 | 12.00 ~ 12.30 |
| **국민주택1종** | **(5년)** | 4.72 | 4.78 | 4.88 | 4.90 | 4.99 | 4.98 | 4.90 ~ 5.20 |
| **예보채** | **(5년)** | 4.80 | 4.88 | 4.99 | 5.00 | 5.07 | 5.07 | 5.00 ~ 5.30 |
| **통안증권** | **(364일)** | 2.65 | 2.71 | 2.74 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.65 ~ 2.80 |
| | **(2년)** | 3.30 | 3.40 | 3.45 | 3.38 | 3.39 | 3.39 | 3.25 ~ 3.50 |
| **산금채** | **(1년)** | 3.14 | 3.19 | 3.23 | 3.21 | 3.21 | 3.20 | 3.15 ~ 3.30 |
| **CD** | **(91일)** | 2.43 | 2.43 | 2.43 | 2.43 | 2.43 | 2.43 | 2.35 ~ 2.50 |
| **CP** | **(91일)** | 3.11 | 3.11 | 3.10 | 3.10 | 3.10 | 3.10 | 3.00 ~ 3.20 |
| **CALL** | **(1일물)** | 1.84 | 1.86 | 1.92 | 1.81 | 1.88 | 1.86 | 1.80 ~ 1.95 |
| **국채선물(3년)** | **(KTB906)** | 111.45 | 111.29 | 110.90 | 110.91 | 110.60 | 110.58 | 110.00 ~ 111.00 |

자료 : 금융투자협회, SK 증권 추정

Analyst 양진모 jmyang@sks.co.kr / +82-2-3773-8917

# 4 월 SK 채권 모델 포트폴리오

## SK Bond Model Portfolio (4 월)

| 발행주체별 Sector | 종목명 | 표준코드 | 발행일 | 만기일 | 잔존 만기 (년) | 발행규모 (백만원) | 이자 유형 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 국채 | 국고0550-1106(08-3) | KR1035017V67 | 08-6-10 | 11-6-10 | 2.2 | 7,187,000 | 이표고정 |
| | 국고0575-1309(08-4) | KR1035017V91 | 08-9-10 | 13-9-10 | 4.5 | 13,138,000 | 이표고정 |
| | 국고0525-1006(07-4) | KR1035017T61 | 07-6-10 | 10-6-10 | 1.2 | 5,060,000 | 이표고정 |
| | 물가0275-1703(07-2) | KR1035027T36 | 07-3-10 | 17-3-10 | 8.0 | 2,674,030 | 이표고정 |
| 공사채 | 한국전력601 | KR3501047TC8 | 07-12-18 | 12-12-18 | 3.7 | 210,000 | 이표고정 |
| | 한국가스공사241 | KR3508047W23 | 09-2-17 | 13-2-17 | 3.9 | 150,000 | 이표고정 |
| 통안채 | 통안45-53-91-17 | KR3101091W30 | 09-3-17 | 09-6-16 | 0.2 | 1,270,000 | 할인 |
| | 통안44-241-364-2 | KR3101011VC4 | 08-12-2 | 09-12-1 | 0.7 | 300,000 | 할인 |
| | 통안44-713-2-25 | KR3101027V30 | 08-3-25 | 10-3-25 | 1.0 | 2,000,000 | 이표고정 |
| | 통안44-737-2-12 | KR3101017V81 | 08-8-12 | 10-8-12 | 1.4 | 1,500,000 | 이표고정 |
| | 통안44-749-2-11 | KR3101017VB3 | 08-11-11 | 10-11-11 | 1.6 | 1,180,000 | 이표고정 |
| | 통안44-747-2-28 | KR3101027VA4 | 08-10-28 | 10-10-28 | 1.6 | 1,000,000 | 이표고정 |
| 금융채 | 산금08신할01-0819-1 | KR3102121V82 | 08-8-19 | 09-8-19 | 0.4 | 110,000 | 할인 |
| | 산금08신이0106-1001-1 | KR3102047VA1 | 08-10-1 | 10-4-1 | 1.0 | 100,000 | 이표고정 |
| | 외환은행30-12이3갑-5 | KR3805017TC4 | 07-12-5 | 10-12-5 | 1.7 | 140,000 | 이표고정 |
| | 국민은행2804이표일(3)03-14 | KR3804157V49 | 08-4-14 | 11-4-14 | 2.1 | 260,000 | 이표고정 |
| | 신한은행12-07이7A | KR3821067V75 | 08-7-18 | 15-7-18 | 6.3 | 30,000 | FRN |
| | 기은캐피탈20 | KR3326017T54 | 07-5-3 | 10-5-3 | 1.1 | 40,000 | 이표고정 |
| 회사채 | SK241-2 | KR6003602S41 | 06-4-10 | 13-4-10 | 4.1 | 100,000 | 이표고정 |
| | SK텔레콤54 | KR6017671S96 | 06-9-12 | 16-9-12 | 7.5 | 200,000 | 이표고정 |
| | POSCO287 | KR6005491T56 | 07-5-11 | 12-5-11 | 3.1 | 500,000 | 이표고정 |
| | LG화학42 | KR6051911W16 | 09-1-28 | 12-1-28 | 2.9 | 150,000 | 이표고정 |
| | 현대모비스142 | KR6012331W10 | 09-1-23 | 12-1-23 | 2.8 | 200,000 | 이표고정 |
| | 삼성물산95-1 | KR6000831W28 | 09-2-17 | 12-2-17 | 2.9 | 100,000 | 이표고정 |
| | 한국타이어79-2 | KR6000242W21 | 09-2-23 | 12-2-23 | 2.9 | 70,000 | 이표고정 |
| 합계(또는 평균) | | | | | 2.8 | | |

자료 : SK 증권, 한국채권평가, KOSCOM

| 이자 주기 (개월) | 표면 금리 (%) | 보증 유형 | 모집 형태 | 시가평가 수익률 (3/23,%) | 평가 단가 (원) | 신용그룹 | 듀레이션 | 제안 규모 (억원) | 종목명 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 6 | 5.50 | 무보증 | 공모직접 | 3.46 | 10,586 | 국고채 | 2.08 | 100 | 국고0550-1106(08-3) |
| 6 | 5.75 | 무보증 | 공모직접 | 4.25 | 10,625 | 국고채 | 4.00 | 100 | 국고0575-1309(08-4) |
| 6 | 5.25 | 무보증 | 공모직접 | 3.01 | 10,414 | 국고채 | 1.17 | 100 | 국고0525-1006(07-4) |
| 6 | 2.75 | 무보증 | 공모직접 | 3.48 | 10,255 | 국고채 | 7.16 | 100 | 물가0275-1703(07-2) |
| 3 | 6.68 | 무보증 | 공모간접 | 4.76 | 10,664 | 한전채 | 3.34 | 100 | 한국전력601 |
| 3 | 5.33 | 무보증 | 공모간접 | 4.85 | 10,220 | 특수채 AAA | 3.53 | 100 | 한국가스공사241 |
| 12 | 1.68 | 무보증 | 공모직접 | 1.82 | 9,958 | 통안채 | 0.22 | 100 | 통안45-53-91-17 |
| 12 | 4.90 | 무보증 | 공모직접 | 2.35 | 9,840 | 통안채 | 0.68 | 200 | 통안44-241-364-2 |
| 3 | 5.41 | 무보증 | 공모직접 | 2.72 | 10,398 | 통안채 | 0.98 | 100 | 통안44-713-2-25 |
| 3 | 6.00 | 무보증 | 공모직접 | 3.16 | 10,450 | 통안채 | 1.33 | 100 | 통안44-737-2-12 |
| 3 | 5.35 | 무보증 | 공모직접 | 3.33 | 10,381 | 통안채 | 1.56 | 100 | 통안44-749-2-11 |
| 3 | 5.05 | 무보증 | 공모직접 | 3.31 | 10,346 | 통안채 | 1.53 | 100 | 통안44-747-2-28 |
| 12 | 6.23 | 무보증 | 공모간접 | 2.20 | 9,911 | 산금채 | 0.40 | 100 | 산금08신할01-0819-1 |
| 3 | 7.10 | 무보증 | 공모간접 | 3.25 | 10,547 | 산금채 | 0.97 | 100 | 산금08신이0106-1001-1 |
| 3 | 6.70 | 무보증 | 공모간접 | 4.24 | 10,435 | 은행채 AAA | 1.61 | 200 | 외환은행30-12이3갑-5 |
| 3 | 5.64 | 무보증 | 공모간접 | 4.57 | 10,316 | 국민은행채 | 1.93 | 100 | 국민은행2804이표일(3)03-14 |
| 3 | 9.00 | 무보증 | 공모간접 | 8.74 | 10,286 | 은행채 AAA | 4.80 | 100 | 신한은행12-07이7A |
| 3 | 5.47 | 무보증 | 공모간접 | 6.22 | 9,994 | 비은행금융채 A+ | 1.07 | 100 | 기은캐피탈20 |
| 3 | 5.00 | 무보증 | 공모간접 | 5.41 | 9,952 | 무보증사채 AA+ | 3.64 | 100 | SK241-2 |
| 3 | 5.00 | 무보증 | 공모간접 | 5.73 | 9,573 | 무보증사채 AAA | 6.22 | 100 | SK텔레콤54 |
| 3 | 5.26 | 무보증 | 공모간접 | 4.75 | 10,207 | 무보증사채 AAA | 2.88 | 100 | POSCO287 |
| 3 | 5.38 | 무보증 | 공모간접 | 5.22 | 10,123 | 무보증사채 AA0 | 2.63 | 200 | LG화학42 |
| 3 | 7.08 | 무보증 | 공모간접 | 5.67 | 10,484 | 무보증사채 AA- | 2.56 | 300 | 현대모비스142 |
| 3 | 6.79 | 무보증 | 공모간접 | 5.77 | 10,337 | 무보증사채 AA- | 2.64 | 100 | 삼성물산95-1 |
| 3 | 6.34 | 무보증 | 공모간접 | 5.65 | 10,234 | 무보증사채 AA- | 2.67 | 100 | 한국타이어79-2 |
| | **5.63** | | | **4.32** | **10,261** | | **2.46** | **3,000** | |

**Analyst** 염상훈 yum@sks.co.kr / +82-3773-8882

# 섹터별 모멘텀과 비중 변화

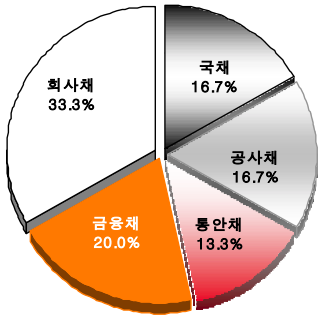
**4 월 MP, 수급부담 본격화에 따른 금리 상승에 대비**

4 월 채권시장은 늘어난 공급, 약화된 수요로 인해 수급부담이 본격화 되며 금리가 상승할 것으로 예상된다. 재정부가 발표한 '조삼모사식' 국고채 소화방안은 실망스럽지만, 바이백 재원을 활용한 국채 발행 규모 축소라는 아이디어는 재정부에 부담을 주지 않는 선에서 내린 최선의 선택으로 판단된다. 예상보다 국고채 입찰 물량 자체는 감소했으며, 중요한 점은 재정부가 '단기물 발행' 카드를 아직 보유하고 있다는 점에서 향후 시장에 다시 기대감으로 작용할 여지가 있고, 아직 한국은행의 기준금리 추가 인하와 국채 매입 카드도 여전히 가능성으로 존재한다는 점에서 금리의 상단을 제한하는 요소로 작용할 수 있을 것이라는 판단이다. 그러나 그런 기대감은 일단 금리가 일정 수준까지 오르고 나서 거론되는 것이 자연스러워 보인다.

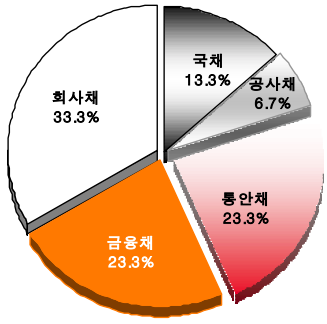
**5 년 이상 국고채 제외 1 년 미만 통안채, 은행채 2 년물 편입**

따라서 4 월 SK 채권 모델 포트폴리오는 국고채 장기물을 적극적으로 제외하며, 향후의 금리 상승에 대비했다. 지난 국고채 20 년물 입찰에서 보여준 재정부의 낙찰방침 변경도 이런 선택을 뒷받침하는 근거로 작용했다. 대신 그동안 국고채 단기물 발행 기대감으로 약세를 보였던 단기물을 대거 편입했다. 그러나 보유하고 있는 회사채에 대해서는 최근에 변화하고 있는 금융시장, 특히 주식시장의 강세 분위기와 향후 나타날 국고채 약세가 회사채의 상대적인 매력을 부각시킬 것으로 판단하여 보유 물량을 전부 유지, 그대로 캐리하기로 했다.

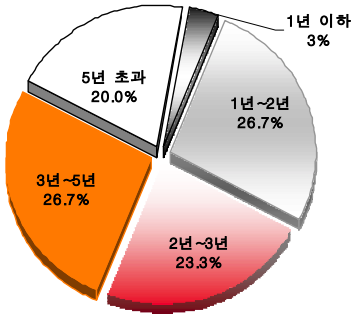
**3 월 SK 채권 MP 발행주체섹터별 편입비중**




**4 월 SK 채권 MP 발행주체섹터별 편입비중**

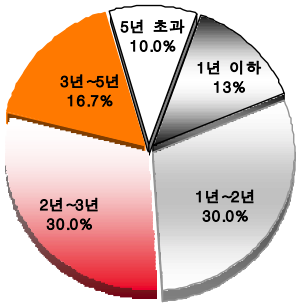



**3 월 SK 채권 MP 만기섹터별 편입비중**




자료 : SK 증권

**4 월 SK 채권 MP 만기섹터별 편입비중**




자료 : SK 증권

# 4 월 SK 채권 모델 포트폴리오 변경내역

## 포트폴리오 중 신규편입 / 비중확대 / 비중축소 / 제외 종목

| 구 분 | 종목명 | 제안규모(억원) | | 사 유 |
|---|---|---|---|---|
| | | 2009.3 | 2009.4 | |
| 신규편입 | 국고0550-1106(08-3) | 0 | 100 | 국고채 금리 상승에 대비해 국고채 장기물을 단기물로 교체 편입 |
| | 국고0525-1006(07-4) | 0 | 100 | 국고채 금리 상승에 대비해 국고채 장기물을 단기물로 교체 편입 |
| | 통안45-53-91-17 | 0 | 100 | 국고채 단기물 발행 기대감 사라지며 그동안 소외된 통안채 강세 기대 |
| | 통안44-241-364-2 | 0 | 200 | 국고채 단기물 발행 기대감 사라지며 그동안 소외된 통안채 강세 기대 |
| | 국민은행2804이표일(3)03-14 | 0 | 100 | 기존 포트폴리오의 공사채 비중 축소, 듀레이션 축소를 위해 은행채 2년물 편입 |
| 제외 | 국고0550-2803(08-2) | 100 | 0 | 수급 부담 본격화에 따른 국고채 장기물 금리 상승에 대비해 제외 |
| | 국고0575-1809(08-5) | 100 | 0 | 수급 부담 본격화에 따른 국고채 장기물 금리 상승에 대비해 제외 |
| | 국민주택2종06-11 | 100 | 0 | 수급 부담 본격화에 따른 장기물 금리 상승에 대비해 제외 |
| | 예보상환기금채08-4 | 200 | 0 | 향후 공사의 역할 확대, 공사채 물량 증가에 대비해 공사채 비중 축소 |
| | 토지개발345나3 | 100 | 0 | 향후 공사의 역할 확대, 공사채 물량 증가에 대비해 공사채 비중 축소 |

Analyst 염상훈 yum@sks.co.kr / +82-3773-8882

# 3 월 SK 채권 모델 포트폴리오 성과평가

SK 채권 모델 포트폴리오 월별 수익률 추이

| | 12월 (11/24~12/22) | 1월 (12/23~1/28) | 2월 (1/29~2/23) | 3월 (2/24~3/23) | 누적 (2005.12.29 이후) |
|---|---|---|---|---|---|
| SK Bond Model Portfolio(%) | 4.69 | 2.03 | -0.56 | 1.65 | 21.66 |
| 매경BP종합채권지수(%) | 3.73 | 2.20 | -0.48 | 0.87 | 21.75 |
| Benchmark 대비(%P) | 0.96 | -0.17 | -0.08 | 0.78 | -0.09 |
| SK BMP Duration(기간평균) | 3.21 | 5.04 | 3.27 | 3.40 | 3.22 |

자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

주 : 연환산수익률, YTM(만기수익률)과는 다른 개념이라는 점과 채권의 특성상 대상기간(일수)에 따라 편차가 크다는 점을 감안해서 벤치마크대비 수익률 격차로 성과를 평가할 필요가 있음

## 3 월 채권 모델 포트폴리오 변경 내역과 성과평가

**3 월 MP 성과 1.65%, 벤치마크 대비 78bp Outperform**

3 월 채권 모델 포트폴리오는 당시 다음과 같은 판단을 기초로 했다. 동유럽을 발화점으로 유럽발 위기감이 확산되면서 또 다시 안전자산 선호현상이 강해지고 있다. 금값과 달러화 강세가 두드러지면서 원화의 급격한 가치 하락이 진행됐다. 그러나 고환율을 무역수지 개선의 수단으로 활용하려는 듯한 재정부의 태도가 보이며 환율 상승세는 쉽게 진정되지 않을 분위기다. 추경 규모 역시 논란이 지속되고 있지만, 국회에서 최종적인 결정이 내리기까지는 오랜 시간이 걸릴 것이며 이는 채권시장에 계속적인 부담으로 작용할 가능성이 높다. 유일하게 기댈 곳은 중앙은행의 국고채 직매입과 풍부한 단기유동성을 활용하는 융통성 있는 국채 발행 만기 분산, 내외국인을 위한 세제혜택 등 매력 제고뿐이다.

따라서 3 월 SK 채권모델포트폴리오는 정책 기대감 혹은 현실화로 인해 장기물 금리의 상단은 제한될 것이고, 현재 진행되고 있는 종목별, 만기별 차별화는 계속될 것이라는 판단을 기초로 했다. AA-등급의 회사채 신용스프레드가 많이 줄어들긴 했지만, 아직도 200bp 수준을 유지하고 있고, 이들 금리의 하락이 경기침체 방어의 선행조건이 될 것이라는 기존의 입장을 유지하면서 AA-등급의 '삼성물산 95-1'과 '한국타이어 79-2'를 신규 편입했고, 5 년 만기 영역 베팅과 신용스프레드 축소 예상으로 한국가스공사 241 호를 신규 편입했다. 실질적인 투자 매력이 크게 감소한 단기물 비중 축소를 위해 통안채와 은행채 1~2 년물은 일부 이익실현했다

정부의 추경용 국채 소화 대책에 대한 기대감으로 국고채 금리가 장기물 중심으로 전반적으로 하락한 가운데, 국제금융시장이 안정을 되찾는 모습을 보이며 신용스프레드는 하락세를 이어갔다. 3 월 SK 채권 모델 포트폴리오는 월간수익률이 +1.65%, 벤치마크인 매경 BP 종합채권지수의 +0.87% 대비 78bp Outperformance 를 나타냈다. 설정일 이후 누적수익률도 21.66%로 벤치마크인 매경 BP 종합채권지수의 누적수익률 21.75% 대비 -9bp Underperformance 로 벤치마크와의 수익률 격차를 크게 좁혔다.

## 2008년 10월 이후 월별 SK 채권 모델 포트폴리오 조정 내역

| 매매일 | 종목명 | 매매 규모 (억원) | 매매 구분 | 매매 단가 (원) | 매매일 시가평가 수익률 (YTM,%) | 발행일 | 만기일 | 매매당일 잔존만기 (년) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 08-10-27 | 물가0275-1703(07-2) | 200 | 매도 | 9,973 | 3.90 | 07-03-10 | 17-03-10 | 8.4 |
| 08-10-27 | 통안44-26-364-8 | 200 | 매도 | 9,602 | 5.33 | 08-08-08 | 09-08-07 | 0.8 |
| 08-10-27 | 국고0550-1106(08-3) | 200 | 매수 | 10,448 | 4.52 | 08-06-10 | 11-06-10 | 2.6 |
| 08-10-27 | 예보상환기금채08-4 | 200 | 매수 | 10,363 | 5.62 | 08-09-19 | 13-09-19 | 4.9 |
| 08-11-24 | 국민주택1종08-04 | 100 | 매도 | 8,918 | 6.09 | 08-04-30 | 13-04-30 | 4.4 |
| 08-11-24 | 국민주택1종08-05 | 100 | 매도 | 8,869 | 6.10 | 06-11-30 | 16-11-30 | 8.0 |
| 08-11-24 | 농금채2008-07이1Y-M(변) | 100 | 매도 | 10,037 | 6.79 | 08-07-16 | 09-07-16 | 0.6 |
| 08-11-24 | 통안44-749-2-11 | 100 | 매수 | 10,019 | 5.35 | 08-11-11 | 10-11-11 | 2.0 |
| 08-11-24 | 통안44-223-364-4 | 100 | 매수 | 9,534 | 5.19 | 08-11-04 | 09-11-03 | 0.9 |
| 08-11-24 | 통안44-747-2-28 | 100 | 매수 | 9,983 | 5.35 | 08-10-28 | 10-10-28 | 1.9 |
| 08-12-22 | 국고0525-1006(07-4) | 100 | 매도 | 10,212 | 3.87 | 07-06-10 | 10-06-10 | 1.5 |
| 08-12-22 | 국고0550-1106(08-3) | 300 | 매도 | 10,370 | 3.99 | 08-06-10 | 11-06-10 | 2.5 |
| 08-12-22 | 통안44-737-2-12 | 100 | 매도 | 9,933 | 3.96 | 08-08-12 | 10-08-12 | 1.6 |
| 08-12-22 | 통안44-197-182-17 | 100 | 매도 | 9,762 | 2.88 | 08-09-17 | 09-03-18 | 0.2 |
| 08-12-22 | 통안44-185-364-2 | 100 | 매도 | 10,302 | 3.53 | 08-09-02 | 09-09-01 | 0.7 |
| 08-12-22 | 통안44-223-364-4 | 100 | 매도 | 10,262 | 4.00 | 08-11-04 | 09-11-03 | 0.9 |
| 08-12-22 | 대한항공24-1 | 100 | 매도 | 9,890 | 6.83 | 06-09-25 | 09-09-25 | 0.8 |
| 08-12-22 | 국고0575-2603(06-1) | 100 | 매수 | 11,083 | 4.95 | 06-03-10 | 26-03-10 | 17.2 |
| 08-12-22 | 국고0550-2803(08-2) | 300 | 매수 | 10,897 | 4.90 | 08-03-10 | 28-03-10 | 19.2 |
| 08-12-22 | 국고0525-2703(07-3) | 100 | 매수 | 10,502 | 4.95 | 07-03-10 | 27-03-10 | 18.2 |
| 08-12-22 | 통안44-753-2-9 | 200 | 매수 | 10,145 | 4.02 | 08-12-09 | 10-12-09 | 2.0 |
| 08-12-22 | 통안44-751-2-25 | 100 | 매수 | 10,286 | 4.02 | 08-11-25 | 10-11-25 | 1.9 |
| 08-12-22 | 우리은행12-12이2갑-15 | 100 | 매수 | 10,149 | 5.91 | 08-12-15 | 10-12-15 | 2.0 |
| 09-1-28 | 국고0575-2603(06-1) | 100 | 매도 | 11,122 | 4.96 | 06-03-10 | 26-03-10 | 17.1 |
| 09-1-28 | 국고0525-2703(07-3) | 100 | 매도 | 10,531 | 4.97 | 07-03-10 | 27-03-10 | 18.1 |
| 09-1-28 | 국고0550-1709(07-6) | 100 | 매도 | 10,815 | 4.64 | 07-09-10 | 17-09-10 | 8.6 |
| 09-1-28 | 국고0550-2803(08-2) | 200 | 매도 | 10,917 | 4.93 | 08-03-10 | 28-03-10 | 19.1 |
| 09-1-28 | 국고0575-1809(08-5) | 100 | 매도 | 11,181 | 4.51 | 08-09-10 | 18-09-10 | 9.6 |
| 09-1-28 | 통안44-753-2-9 | 200 | 매도 | 10,370 | 3.01 | 08-12-09 | 10-12-09 | 1.9 |
| 09-1-28 | 산금08신이0106-1001-1 | 100 | 매수 | 10,471 | 3.46 | 08-10-01 | 10-04-01 | 1.2 |
| 09-1-28 | 국민은행2812할인일01-15 | 100 | 매수 | 9,711 | 3.39 | 08-12-15 | 09-12-15 | 0.9 |
| 09-1-28 | LG화학42 | 200 | 매수 | 10,001 | 5.38 | 09-01-28 | 12-01-28 | 3.0 |
| 09-1-28 | 현대모비스142 | 300 | 매수 | 10,019 | 7.05 | 09-01-23 | 12-01-23 | 3.0 |
| 09-2-23 | 통안44-751-2-25 | 100 | 매도 | 10,518 | 3.08 | 08-11-25 | 10-11-25 | 1.8 |
| 09-2-23 | 국민은행2812할인일01-15 | 100 | 매도 | 9,763 | 3.01 | 08-12-15 | 09-12-15 | 0.8 |
| 09-2-23 | 우리은행12-12이2갑-15 | 100 | 매도 | 10,540 | 4.27 | 08-12-15 | 10-12-15 | 1.8 |
| 09-2-23 | 한국가스공사241 | 100 | 매수 | 10,030 | 5.27 | 09-02-17 | 13-02-17 | 4.0 |
| 09-2-23 | 삼성물산95-1 | 100 | 매수 | 10,072 | 6.57 | 09-02-17 | 12-02-17 | 3.0 |
| 09-2-23 | 한국타이어79-2 | 100 | 매수 | 10,005 | 6.33 | 09-02-23 | 12-02-23 | 3.0 |
| 09-3-23 | 국고0550-2803(08-2) | 100 | 매도 | 10,502 | 5.10 | 08-03-10 | 28-03-10 | 19.0 |
| 09-3-23 | 국고0575-1809(08-5) | 100 | 매도 | 10,620 | 4.95 | 08-09-10 | 18-09-10 | 9.5 |
| 09-3-23 | 국민주택2종06-11 | 100 | 매도 | 7,500 | 3.81 | 06-11-30 | 16-11-30 | 7.7 |
| 09-3-23 | 예보상환기금채08-4 | 200 | 매도 | 10,631 | 4.77 | 08-09-19 | 13-09-19 | 4.5 |
| 09-3-23 | 토지개발345나3 | 100 | 매도 | 11,279 | 5.10 | 07-02-01 | 14-02-01 | 4.9 |
| 09-3-23 | 국고0525-1006(07-4) | 100 | 매수 | 10,414 | 3.01 | 07-06-10 | 10-06-10 | 1.2 |
| 09-3-23 | 국고0550-1106(08-3) | 100 | 매수 | 10,586 | 3.46 | 08-06-10 | 11-06-10 | 2.2 |
| 09-3-23 | 통안45-53-91-17 | 100 | 매수 | 9,958 | 1.82 | 09-03-17 | 09-06-16 | 0.2 |
| 09-3-23 | 통안44-241-364-2 | 200 | 매수 | 9,840 | 2.35 | 08-12-02 | 09-12-01 | 0.7 |
| 09-3-23 | 국민은행2804이표일(3)03-14 | 100 | 매수 | 10,316 | 4.57 | 08-04-14 | 11-04-14 | 2.1 |

자료 : SK 증권

주 : 매수/매도단가는 KOSCOM 단말기에서 제공하는 매매일의 민간시가평가 3개사의 시가평가단가 평균(원단위 미만 절사), 수익률은 만기수익률로 민간시가평가 3개사의 시가평가수익률 평균(소수점 셋째짜리에서 반올림)

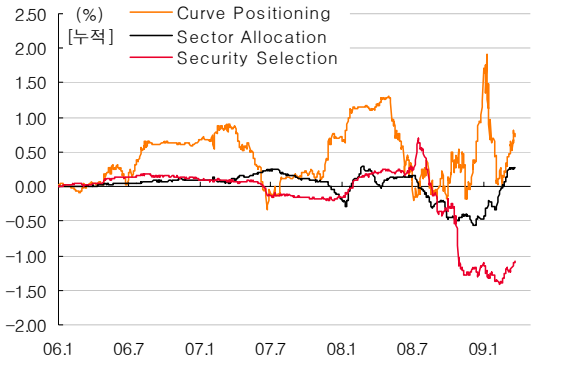
**Analyst** 염상훈 yum@sks.co.kr / +82-3773-8882

### Curve, Sector, Security 전반적으로 초과성과 달성

SK 채권 모델 포트폴리오의 벤치마크 대비 커브, 섹터, 종목 선정에 따른 초과성과를 분해해 보면, **Curve Positioning** 은 벤치마크 대비 초과성과가 +39bp 로 Yield Curve 가 전반적으로 하방 이동한 가운데 국고채 단기물 발행 기대감으로 2 년 이하의 영역에서는 약세를 보이며 약간의 Flattening 이 나타나는 모습을 보였다. BM 에 비해 상대적으로 장기물 비중이 높았던 모델 포트폴리오는 큰 폭의 초과성과를 기록할 수 있었다. **Sector Allocation** 은 벤치마크대비 +20bp 의 초과성과를 기록, 미국의 부실자산 매입계획 발표, 주식시장의 반등 등 최근 국제 금융시장이 안정되는 모습을 보이며 국내에서도 신용스프레드가 꾸준히 축소되면서 회사채 비중을 최대한 확대한 포트폴리오가 빛을 발했다. **Security Selection** 은 벤치마크대비 초과성과가 +18bp 로 편입한 회사채의 종목 선정과 스왑스프레드 축소로 인한 파워스프레드 노트의 선전, 해당 섹터 내에서도 상대적으로 긴 만기를 가지고 있는 종목들로 인해 초과성과를 기록했다.

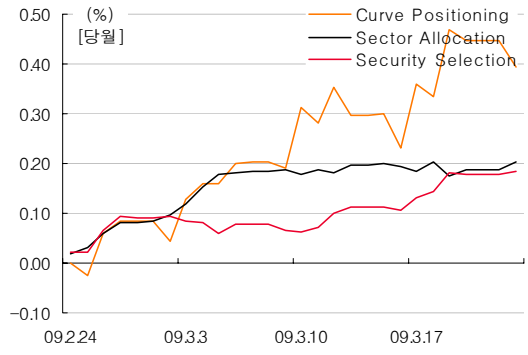
한편 채권 모델포트폴리오의 총수익률 수익분해를 보면 3 월 수익률 1.65% 중 **Income Gain** 과 **Capital Gain** 은 각각 +0.44%, +1.21%를 나타냈고, 누적으로는 +19.00%, +2.66%로 큰 폭의 Capital Gain 을 시현했다.

#### 벤치마크대비 커브, 섹터, 종목 선정에 따른 초과성과분해



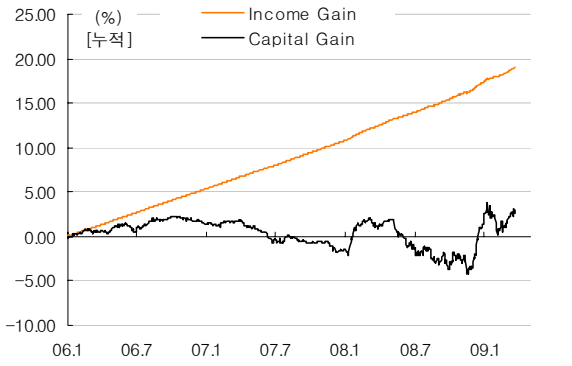

자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

#### 3 월중 커브, 섹터, 종목 선정에 따른 초과성과분해



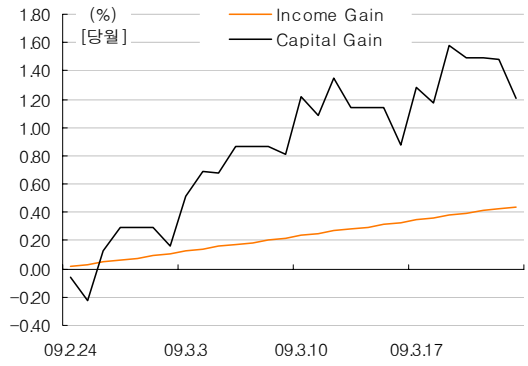

자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

#### 설정일 이후 모델포트폴리오 수익분해




자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

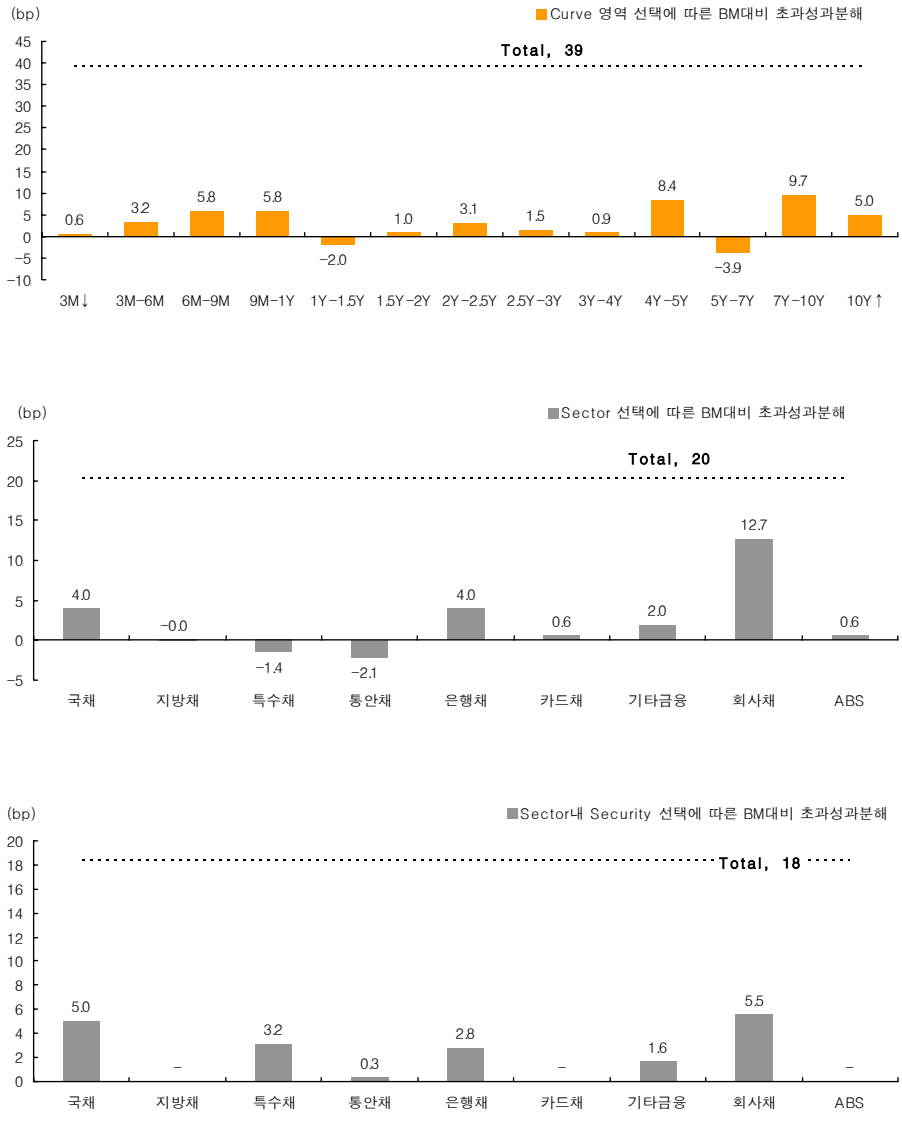
#### 3 월중 모델포트폴리오 수익분해




자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

앞서 언급한 바와 같이 3 월중 만기섹터별, 발행주체섹터별, 발행주체섹터내 종목선정에 따른 초과성과를 분해해 보면, **만기섹터별** 선정에서는 Yield Curve 가 Flattening 을 보이면서 단기물보다 장기물 비중이 높은 모델 포트폴리오가 전체 영역에서 초과성과를 기록했다. 특히, 보유하고 있던 10 년물, 20 년물 국고채 지표물로 인해 장기 영역의 초과성과가 두드러졌다. **발행주체섹터별** 선정에서는 국채가 +4bp, 은행채가 +4bp, 회사채가 +13bp 로 벤치마크의 섹터 구성비중에 비해 회사채 비중을 크게 확대한 점이 초과성과의 주요인이 되었으며 상대적으로 높은 국고채 비중 역시 초과성과를 기록하는데 일조했다. **발행주체섹터내** 선정에서는 섹터 내에서도 만기가 긴 국고채 지표물들의 초과성과와 편입한 회사채들의 초과성과로 인해 국채에서 +5bp, 회사채에서 +6bp 의 초과성과를 기록했다.

**3 월중 커브, 섹터, 종목 선정에 따른 BM 대비 초과성과 기여도**




자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

**Analyst** 염상훈 yum@sks.co.kr / +82-3773-8882

아울러 아래 표에 나타낸 바와 같이 **개별 종목별 Security Selection** 성과분해를 보면, **국채 섹터**에서는 앞서 언급한 대로 장기물이 강세를 보인 가운데 섹터 내에서 가장 만기가 긴 지표물 국고채, 8-2 호, 8-5 호가 초과 성과를 기록했다. 또한 듀레이션이 긴 할인채, 국민주택 2 종 채권 역시 큰 폭의 초과성과를 기록했다. **통안채 섹터**에서는 편입물이 Market Perform 정도를 보인 가운데 **공사채 섹터**에서는 그동안 섹터 내에서도 금리 수준이 높던 가스공사와 토지공사채권이 신용스프레드 축소 영향으로 상대적인 강세를 보이며 초과성과를 기록했다. **금융채 섹터**에서는 국고채 FRN 발행 기대감으로 스왑스프레드 역전폭이 축소되며 파워스프레드 노트 '신한은행 12-07 이 7A'가 4.04%의 수익률을 기록, 3bp 의 종목선정 초과수익을 보였다. **회사채 섹터**에서는 지난달 새로 편입한 현대모비스와 삼성물산 회사채가 주식시장 강세와 함께 금리가 강하게 하락하며 높은 수익률을 기록했다.

**개별 종목별 Security Selection 성과분해**

| 종목명 | 수익률 (%) | BM수익률 (%) | 종목선정 (%) | 평균비중 (%) | 현잔존만기 | 보유일수 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 국민주택2종06-11 | 2.86 | 1.60 | 0.03 | 2.33 | 7Y-10Y | 28 |
| 국고0575-1309(국고08-4) | 1.88 | 1.75 | 0.00 | 3.46 | 4Y-5Y | 28 |
| 물가0275-1703 | 1.17 | 1.60 | -0.01 | 3.35 | 7Y-10Y | 28 |
| 국고0550-2803(국고08-2) | 4.24 | 3.79 | 0.02 | 3.32 | 10Y↑ | 28 |
| 국고0575-1809(국고08-5) | 1.81 | 1.60 | 0.01 | 3.37 | 7Y-10Y | 28 |
| 통안44-737-2-12 | -0.08 | -0.03 | 0.00 | 3.40 | 1Y-1.5Y | 28 |
| 통안44-749-2-11 | -0.18 | -0.17 | 0.00 | 3.38 | 1.5Y-2Y | 28 |
| 통안44-713-2-25 | 0.09 | -0.03 | 0.00 | 3.38 | 1Y-1.5Y | 28 |
| 통안44-747-2-28 | -0.14 | -0.17 | 0.00 | 3.37 | 1.5Y-2Y | 28 |
| 산금08신이0106-1001-1 | 0.19 | 0.28 | -0.01 | 6.85 | 1Y-1.5Y | 28 |
| 산금08신할01-0819-1 | 0.12 | 0.15 | 0.00 | 3.22 | 3M-6M | 28 |
| 기은캐피탈20 | 1.59 | 1.09 | 0.02 | 3.23 | 1Y-1.5Y | 28 |
| 한국전력601 | 1.68 | 1.47 | 0.01 | 3.48 | 3Y-4Y | 28 |
| 토지개발345나3 | 2.86 | 2.21 | 0.02 | 3.49 | 4Y-5Y | 28 |
| 한국가스공사241 | 1.96 | 1.47 | 0.02 | 3.30 | 3Y-4Y | 28 |
| 예보상환기금채08-4 | 1.99 | 2.21 | -0.01 | 6.68 | 4Y-5Y | 28 |
| 외환은행30-12이3갑-5 | 0.33 | 0.33 | 0.00 | 3.41 | 1.5Y-2Y | 28 |
| 신한은행12-07이7A | 4.04 | 3.02 | 0.03 | 3.30 | 5Y-7Y | 28 |
| 한국타이어79-2 | 2.17 | 1.55 | 0.02 | 3.30 | 2.5Y-3Y | 28 |
| 삼성물산95-1 | 2.57 | 1.55 | 0.03 | 3.33 | 2.5Y-3Y | 28 |
| SK241-2 | 2.50 | 2.65 | -0.01 | 3.20 | 4Y-5Y | 28 |
| POSCO287 | 0.85 | 1.77 | -0.03 | 3.30 | 3Y-4Y | 28 |
| 현대모비스142 | 2.18 | 1.55 | 0.06 | 10.17 | 2.5Y-3Y | 28 |
| SK텔레콤54 | 2.61 | 2.83 | -0.01 | 3.11 | 7Y-10Y | 28 |
| LG화학42 | 1.24 | 1.55 | -0.02 | 6.54 | 2.5Y-3Y | 28 |

자료 : 한국채권평가 PMO, SK 증권

## 외환은행 (외환은행 30-12 이 3 갑-5)

**매수(유지)**

| 신용등급(회사채) | AAA |
|---|---|
| 신용등급(CP) | - |
| 발행일 | 2007/12/5 |
| 만기일 | 2010/12/5 |
| 발행잔액 | 1,400억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 6.70% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 영업 수익 (억원) | 당기 순이익 (억원) | 총자신 (억원) | 자기 자본 (억원) | 총여신 (억원) | BIS 비율 (%) | ROA (%) | ROE (%) | 순마진 이자율 (%) | 고정이하 여신비율 (%) | 대손충당 /고정이하 여신(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 65,252 | 5,221 | 602,380 | 29,294 | 415,290 | 9.5 | 0.8 | 19.4 | 2.4 | 1.8 | 108.8 |
| 2005.12 | 64,658 | 19,293 | 638,609 | 56,577 | 434,755 | 13.7 | 3.1 | 44.0 | 3.2 | 0.9 | 157.3 |
| 2006.12 | 72,722 | 10,062 | 677,970 | 63,792 | 486,373 | 12.5 | 1.5 | 16.3 | 3.4 | 0.6 | 206.0 |
| 2007.12 | 86,544 | 9,609 | 798,780 | 66,508 | 587,220 | 11.4 | 1.3 | 15.1 | 3.2 | 0.6 | 203.4 |
| 2008.12 | 225,727 | 8,013 | 997,057 | 62,469 | 709,458 | 0.0 | 0.9 | 12.4 | 2.9 | 1.1 | 141.5 |

자료 : FnGuide, 금융감독원 금융통계정보시스템, SK 증권

**자산건전성 리스크 확대 우려, 외환은행 매각은 당분간 지연**

동행의 2008 년 4 분기 당기순이익은 1,366 억원으로 전기대비 9.47% 감소. 이는 건설 및 조선업에서 워크아웃 대상 업체 선정으로 510 억원의 대손충당금을 추가 적립했기 때문. 충당금 적립 전 이익은 전년대비 2,685 억원 증가하여 안정적인 이익창출력 유지. NIM 은 2.90%로 전기대비 2bp 감소. 고정이하여신비율은 37bp, 연체율은 32bp 급등. 3 분기 급증했던 원화대출금이 축소되는 과정에서 악화된 부분도 있으나 부실자산 증가세도 우려할 수준. 2008 년 12 월말 기준 동행의 BIS 비율은 11.71%로 개선추세에 있으나 감독당국의 권고치인 12%에는 미달. 그러나 Tier1 비율은 8.8%로 양호. 동행의 4 월 채권 만기도래 규모는 6,360 억원. 한편 론스타의 지분매각은 장기화될 전망

## 신한은행 (신한은행 12-07 이 7A)

**매수(유지)**

| 신용등급(회사채) | AAA |
|---|---|
| 신용등급(CP) | - |
| 발행일 | 2008/7/18 |
| 만기일 | 2015/7/18 |
| 발행잔액 | 300억원 |
| 이자유형 | FRN |
| 표면금리 | 9.00% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 영업 수익 (억원) | 당기 순이익 (억원) | 총자신 (억원) | 자기 자본 (억원) | 총여신 (억원) | BIS 비율 (%) | ROA (%) | ROE (%) | 순마진 이자율 (%) | 고정이하 여신비율 (%) | 대손충당 /고정이하 여신(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 59,178 | 8,441 | 701,259 | 41,253 | 520,182 | 11.9 | 1.2 | 22.5 | 2.0 | 1.4 | 100.4 |
| 2005.12 | 61,638 | 7,744 | 756,420 | 45,995 | 564,168 | 12.2 | 1.0 | 18.3 | 2.0 | 1.0 | 118.1 |
| 2006.12 | 128,131 | 14,311 | 1,505,446 | 96,674 | 1,175,517 | 12.0 | 1.0 | 16.0 | 2.2 | 0.8 | 184.2 |
| 2007.12 | 174,813 | 20,513 | 1,690,708 | 113,194 | 1,342,408 | 12.1 | 1.2 | 18.9 | 2.3 | 0.7 | 190.6 |
| 2008.12 | 491,212 | 14,467 | 2,073,381 | 119,479 | 1,538,515 | 11.9 | 0.7 | 12.7 | 2.1 | 1.0 | 163.9 |

자료 : 금융감독원 금융통계정보시스템, SK 증권

**업계내 최고 수준의 수익성 및 자본적정성 시현**

동행의 2008 년 연간 당기순이익은 1 조 4,467 억원으로 순이익 감소폭이 시중은행들 중 최소. 4 분기 당기순이익은 3,567 억원으로 전기대비 66.4% 개선. NIM 또한 2.12%로 안정적인 수익성을 나타냄. 대출은 기업대출을 중심으로 전년동기대비 13%, 전기대비 1.8%증가. 고정이하여신 비율 및 연체율은 전기대비 각각 12bp, 3bp 상승한 1%와 0.72%를 기록하여 건전성 소폭 악화. BIS 비율 13.42%, Tier1 비율 9.3%로 자본적정성은 업계 내 최상위 수준. 3 월 한달간 500 억원 규모의 은행채를 발행하였으며, 4 월 채권 만기도래 규모는 8,400 억원. 한편 동행은 모럴 해저드 논란이 확대됨에 따라 경영진에게 지급된 스톡옵션 61 만 4,735 주 전량을 반납키로 결정

**Quantitative Analyst** 이수정 lsj0816@sks.co.kr / +82-2-3773-8911
**Credit Analyst** 이하정 hajeong@sks.co.kr / +82-2-3773-8887

## 기은캐피탈 (기은캐피탈 20)

**매수(유지)**

| 신용등급(회사채) | A+ |
|---|---|
| 신용등급(CP) | A2+ |
| 발행일 | 2007/5/3 |
| 만기일 | 2010/5/3 |
| 발행잔액 | 400억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 5.47% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 영업 수익 (억원) | 당기 순이익 (억원) | ROA (%) | 총자산 (억원) | 자기 자본 (억원) | 조정자기 자본비율 (%) | 고정이하 여신비율 (%) | 연체비율 (1개월이상, %) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 485 | 25 | 0.4 | 7,787 | 1,164 | 15.1 | 0.8 | 1.6 |
| 2005.12 | 615 | 118 | 1.5 | 10,952 | 1,422 | 13.2 | 0.7 | 1.9 |
| 2006.12 | 1,121 | 252 | 1.6 | 16,230 | 1,643 | 10.5 | 0.5 | 1.4 |
| 2007.12 | 1,759 | 325 | 1.5 | 22,291 | 1,937 | 9.8 | 1.1 | 2.2 |
| 2008.12 | 2,243 | 114 | 0.5 | 21,794 | 2,129 | 11.1 | 2.8 | 6.4 |

자료 : FnGuide, 금융감독원 금융통계정보시스템, SK 증권

**기업여신 증가세와 자산건전성 악화에 대한 지속적인 모니터링 필요**

동사는 중소기업은행이 99.3%의 지분을 보유하고 있으며 지배주주의 지원능력은 최상위 수준. 2008 년 4 분기 영업이익은 2,243 억원으로 전기대비 29.8% 증가. 그러나 고정이하여신비율이 2.78%로 전기 1.10% 대비 대폭 상승하였고, 1 개월 이상 연체율 역시 6.4%로 전년동기 2.23%, 전기 3.22%에 이어 급등세를 지속. 전 캐피탈사에 걸쳐 나타나는 여신건전성 악화는 경기침체가 진행됨에 따라 경제주체들의 부채상환능력 저하로 인해 불가피한 것으로 보이나 대체로 연체율 2~3% 대를 유지하고 있는 타사들에 비해서 연체율이 매우 높은 수준. 동사의 특성상 정책적인 중소기업대출 확대가 지속될 것으로 예상되는 바 건전성에 대한 지속적인 모니터링이 필요. 동사는 운영자금 마련을 위해 3 월 한달간 1,100 억원 규모의 캐피탈채 발행

## SK (SK241-2)

**매수(유지)**

| 신용등급(회사채) | AA+ |
|---|---|
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2006/4/10 |
| 만기일 | 2013/4/10 |
| 상장잔액 | 1,000억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 5.00% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자산 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 174,061 | 16,407 | 20,660 | 148,600 | 48,077 | 8,190.4 | 84.5 | 9.3 | 7.6 | 17.0 | 122.3 |
| 2005.12 | 219,146 | 16,865 | 16,654 | 175,092 | 57,694 | 9,407.4 | 89.4 | 5.5 | 6.7 | 16.3 | 115.9 |
| 2006.12 | 236,515 | 13,940 | 15,917 | 196,016 | 65,505 | 17,540.9 | 90.0 | 4.9 | 4.4 | 26.8 | 144.1 |
| 2007.12 | 7,959 | 13,801 | 8,710 | 95,056 | 23,500 | 3,526.1 | 3.4 | 81.8 | 7.3 | 15.0 | 42.8 |
| 2008.12 | 7,185 | 3,038 | 4,377 | 96,197 | 25,497 | -740.4 | 19.4 | 60.1 | 3.5 | -2.9 | 41.7 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**2008 년 4 분기 SK 해운 회계변경으로 실적 개선 브랜드 로열티 수혜로 안정적 현금흐름 예상**

SK에너지㈜, SK텔레콤㈜, SK네트웍스㈜, SKC㈜, SK해운㈜ 등이 동사의 사업 자회사. 지주회사로 전환하면서 실질적 수익창출원이 자회사로부터의 배당금 등으로 변경. 2008년 4분기 영업이익은 1,660억원으로 전년동기대비 116.7% 성장. 국내외 경기침체와 고환율 등으로 SK에너지, SK네트웍스, SKC 등 자회사의 영업실적이 악화되었음에도 불구하고 SK해운이 달러기준 결산으로 회계를 변경함에 따라 실적 개선. 차입금이 자회사 지분매입으로 증가추세를 보이고 있으나 자회사 신인도에 기반하여 재무융통성은 우수한 수준이며, 2009년 중 기존 수입배당금 외에 자회사들로부터 브랜드 로열티(약 1,200억원)가 유입됨에 따라 현금흐름 개선 기대

## 국민은행 (국민은행 2804 이표일(3)03-14)

**매수(신규)**

| 신용등급(회사채) | AAA |
|---|---|
| 신용등급(CP) | |
| 발행일 | 2008/4/14 |
| 만기일 | 2011/4/14 |
| 상장잔액 | 2,600억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 5.64% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 영업 수익 (억원) | 당기 순이익 (억원) | 총자산 (억원) | 자기 자본 (억원) | 총여신 (억원) | BIS 비율 (%) | ROA (%) | ROE (%) | 순마진 이자율 (%) | 고정이하 여신비율 (%) | 대손충당 /고정이하 여신(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 208,799 | 5,553 | 1,797,272 | 91,046 | 1,363,178 | 11.1 | 0.3 | 6.2 | 3.6 | 2.6 | 87.6 |
| 2005.12 | 178,791 | 22,522 | 1,795,937 | 123,736 | 1,375,215 | 13.0 | 1.2 | 20.4 | 3.9 | 1.7 | 105.6 |
| 2006.12 | 193,158 | 24,721 | 1,952,065 | 150,550 | 1,523,230 | 14.2 | 1.3 | 17.5 | 3.7 | 1.0 | 150.8 |
| 2007.12 | 212,818 | 27,738 | 2,188,660 | 160,378 | 1,774,761 | 12.6 | 1.3 | 18.2 | 3.5 | 0.7 | 193.0 |
| 2008.12 | 443,796 | 15,108 | 2,620,932 | 173,141 | 2,094,012 | 9.8 | 0.6 | 9.1 | 3.0 | 1.3 | 133.3 |

자료 : FnGuide, 금융감독원 금융통계정보시스템, SK 증권

**중소기업 여신 건전성 악화 우려**
**자본여력은 업계 최고 수준**

동행의 2008년 4분기 영업수익은 전기대비 54% 상승하였으나 당기순손실이 3,185억원을 기록. 이는 외환거래이익 및 비용 규모 확대에 따른 것. NIM은 2.99%로 전기대비 1bp 상승. 고정이하여신비율은 전기대비 48bp 상승한 1.26%를 기록한 반면, 연체율은 3bp 하락한 0.65%를 기록. 고정이하여신비율 급등은 조선 및 건설 관련 구조조정과 보수적인 자산건전성 재분류에 기인. 중소기업 대출의 자산 건전성의 악화는 다소 우려됨. BIS 비율 및 Tier1 자본비율은 각각 13.20%와 9.98%로 업계에서 가장 높은 수준의 자본여력 보유. 한편 동행을 비롯하여 우리, 하나, 농협, 수협 등 5개 은행이 자본확충펀드 4조원을 신청. 이중 동행은 1조원 규모의 하이브리드채권으로 3월 말 자본확충 예정

## SK 텔레콤 (SK 텔레콤 54)

**매수(유지)**

| 신용등급(회사채) | AAA |
|---|---|
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2006/09/12 |
| 만기일 | 2016/09/12 |
| 상장잔액 | 2,000억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 5.00% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자산 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 97,037 | 14,949 | 40,591 | 140,207 | 44,899 | 8,215.2 | 0.1 | 24.3 | 13.4 | 18.3 | 96.7 |
| 2005.12 | 101,611 | 18,714 | 42,878 | 145,217 | 37,841 | 18,772.4 | 0.1 | 26.1 | 17.0 | 49.6 | 75.9 |
| 2006.12 | 106,510 | 14,466 | 42,319 | 158,141 | 36,388 | 18,950.4 | 0.4 | 24.3 | 17.8 | 52.1 | 69.9 |
| 2007.12 | 112,859 | 16,425 | 40,238 | 181,430 | 34,844 | 18,821.0 | 0.7 | 19.2 | 18.6 | 54.0 | 58.6 |
| 2008.12 | 116,747 | 12,777 | 40,033 | 186,175 | 49,530 | 6,601.9 | 0.0 | 17.6 | 15.6 | 13.3 | 73.5 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**성공적 자금조달로 차입 만기구조 장기화, 우수한 재무안정성 유지**

동사의 2008 년 평균 가입자수는 2,262 만명으로 전년대비 7% 증가하여 경쟁사 대비 지배적 점유율(50.5%)을 유지. 해지율, ARPU, 데이터매출 비중 등 영업효율성 지표 또한 우수한 수준을 유지하고 있으며 이를 바탕으로 한 수익 창출력은 통신시장 환경변화에 능동적 대응이 가능한 수준. 또한, 시장안정화로 인한 마케팅 비용의 지속적 감소가 예상됨에 따라 향후 수익성 호전 전망. 한편, 동사는 3 월동안 7,700 억원(EB 3.3 억달러 포함) 규모의 채권을 성공적으로 발행. 조달된 자금으로 차입 만기구조를 장기화하여 재무안정성 한층 제고. SK 브로드밴드 등 자회사 관련 투자 등으로 부채비율이 다소 높아졌으나 양호한 수준이며, 현재 보유유동성 및 우수한 자금 창출력 등을 고려할 때 최상위 수준의 재무안정성은 유지될 전망

**Quantitative Analyst** 이수정 lsj0816@sks.co.kr / +82-2-3773-8911
**Credit Analyst** 이하정 hajeong@sks.co.kr / +82-2-3773-8887

## POSCO (POSCO 287)

**매수(유지)**

| | |
|---|---|
| 신용등급(회사채) | AAA |
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2007/05/11 |
| 만기일 | 2012/05/11 |
| 상장잔액 | 5,000억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 5.26% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자신 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 197,925 | 38,260 | 64,991 | 213,671 | 24,965 | 29,690.3 | 69.3 | 25.5 | 45.2 | 118.9 | 32.6 |
| 2005.12 | 216,950 | 39,946 | 73,935 | 242,069 | 14,165 | 22,147.9 | 67.8 | 27.2 | 83.7 | 156.4 | 24.1 |
| 2006.12 | 200,434 | 32,066 | 54,490 | 263,629 | 21,582 | 9,268.8 | 75.0 | 19.4 | 69.2 | 42.9 | 21.0 |
| 2007.12 | 222,067 | 36,794 | 60,286 | 304,928 | 27,656 | 26,180.5 | 74.8 | 19.4 | 58.3 | 94.7 | 24.4 |
| 2008.12 | 306,424 | 44,469 | 84,481 | 370,335 | 51,896 | 5,337.0 | 74.1 | 21.3 | 59.0 | 10.3 | 33.3 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**최고수준의 재무융통성 확인, 풍부한 유동성을 바탕으로 글로벌 경쟁력 제고 박차**

동사는 국내 유일의 일관제철사로서 국내 1 위, 세계 4 위라는 절대적 시장지위를 유지. `08 년 4 분기 수익성은 주요 연관산업 부진에 따른 감산과 환율급등으로 큰 폭 저하가 불가피했으나, 연간 영업이익률은 21.3%를 시현해 3 년 연속 신장세를 나타냄. 견고한 내수 시장 지배력과 경쟁사 대비 차별적인 원가 경쟁력으로 시황악화 리스크는 비교적 제한적일 것으로 판단. 한편, 동사는 지난 20 일 미국발 금융위기 이후 아시아 기업 중 최초로 7 억달러 규모의 글로벌 본드 발행에 성공. `08 년말 현재 부채비율이 33.3%로 양호한 수준인데다 3.7 조원 규모의 현금성 자산을 보유하고 있어 자금여력은 충분하나, 올해 사상 최대 수준인 7.5 조달러의 투자를 계획하는 등 글로벌 경쟁력 제고에 박차를 가함에 따라 향후 투자자금으로 활용될 전망

## 한국전력 (한국전력 601)

**매수(유지)**

| | |
|---|---|
| 신용등급(회사채) | AAA |
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2007/12/18 |
| 만기일 | 2012/12/18 |
| 발행잔액 | 2,100억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 6.68% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자신 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 235,999 | 28,808 | 36,697 | 589,173 | 125,381 | 1,427.4 | 87.1 | 8.4 | 6.5 | 1.1 | 46.3 |
| 2005.12 | 251,123 | 24,486 | 31,868 | 616,268 | 128,551 | -12,379.4 | 90.1 | 5.3 | 6.7 | -9.6 | 46.0 |
| 2006.12 | 269,790 | 20,705 | 30,573 | 635,362 | 139,518 | -6,712.0 | 91.0 | 4.6 | 5.6 | -4.8 | 47.9 |
| 2007.12 | 289,839 | 15,568 | 22,735 | 656,426 | 147,456 | -10,021.2 | 94.5 | 1.3 | 3.8 | -6.8 | 49.1 |
| 2008.12 | 315,224 | -29,525 | - | 668,682 | 191,137 | -43,474.0 | 107.5 | -11.6 | -2.3 | -22.7 | 63.3 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**사상 첫 적자 시현, 정부의 지속적 지원으로 재무건전성 훼손 가능성 낮아**

동사의 지분은 정부(21.12%)와 산업은행(29.95%)이 51.07%를 차지하고 있음. 특히, 국내에서 생산, 판매되고 있는 전력의 95%이상을 동사와 발전자회사가 담당하고 있는 등 국내 전력산업에서의 독보적 위상 유지. 경기침체로 인한 수요감소와 전기요금 추가 인상 제한으로 수익성이 크게 악화되어 2008 년 사상 첫 적자를 기록. 요금의 현실화가 어려운 상황이나, 최근 환율이 하향 안정세를 나타냄에 따라 원가 절감으로 인한 수익성 회복 기대. 한편, 무디스는 동사의 신용등급을 'A2'로 한단계 하향 조정. 그러나, 단기적 채무 부담이 높지 않은 수준이고, 국내 자금시장에서의 우수한 재무융통성과 정부의 지속적 지원이 지속될 것으로 예상됨에 따라 동사의 재무건전성 훼손 가능성은 낮을 것으로 판단

## LG 화학 (LG 화학 42)

**매수(유지)**

| | |
|---|---|
| 신용등급(회사채) | AA |
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2009/01/28 |
| 만기일 | 2012/01/28 |
| 발행잔액 | 1,500억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 5.38% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자신 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 71,274 | 5,364 | 8,768 | 56,795 | 19,797 | 1,055.1 | 81.2 | 7.3 | 9.5 | 5.3 | 158.7 |
| 2005.12 | 74,251 | 4,003 | 7,938 | 55,934 | 18,296 | 280.7 | 82.3 | 5.7 | 8.4 | 1.5 | 129.4 |
| 2006.12 | 93,023 | 3,188 | 8,660 | 58,065 | 15,813 | 2,069.8 | 85.6 | 3.6 | 9.8 | 13.1 | 121.9 |
| 2007.12 | 107,953 | 6,862 | 12,273 | 70,500 | 13,602 | 5,397.1 | 83.2 | 7.1 | 16.0 | 39.7 | 81.8 |
| 2008.12 | 126,450 | 10,026 | 17,676 | 80,364 | 13,962 | 2,468.6 | 83.1 | 10.6 | 45.0 | 17.7 | 64.4 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**신사업 진출, 장기적으로 수익성 개선에 긍정적 우수한 재무융통성 바탕으로 안정적 재무구조 유지될 것**

동사는 LG 그룹의 주력계열사로써 국내 상위권의 시장지위를 보유하고 있는 종합화학회사. 석유화학, 산업재, 정보전자소개 사업부문을 영위하고 있으며, 석유화학 부문이 매출의 68.4%를 차지. `08 년 사상 최대 실적을 시현하여 매출과 영업이익이 전년대비 각각 34%, 87% 증가했으며, 순이익은 46% 증가하여 창사이래 처음으로 1 조원을 돌파. 동사는 산업재사업을 분할(LG 하우시스)하고 일본 토스템사와 합작법인을 설립(4 월, LG 하우시스의 자회사)하여 알루미늄 창호 사업에 본격 진출 계획. 사업 분할 후 고수익 부문으로의 집중이 예상됨에 따라 향후 수익성 개선에 긍정적 효과를 기대. 단, 신규 사업 진출에 따른 설비투자 증가는 부담요인이나 동사의 우수한 수익창출력과 재무융통성을 감안하면 안정적 재무구조는 유지될 것으로 판단

## 현대모비스 (현대모비스 142)

**매수(유지)**

| | |
|---|---|
| 신용등급(회사채) | AA- |
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2009/01/23 |
| 만기일 | 2012/01/23 |
| 발행잔액 | 2,000억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 7.08% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자신 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 64,360 | 6,953 | 8,202 | 46,593 | 8,547 | 3,304.0 | 78.7 | 11.7 | 14.5 | 38.7 | 101.0 |
| 2005.12 | 75,477 | 7,896 | 8,691 | 54,655 | 6,989 | 4,934.0 | 80.5 | 10.4 | 20.6 | 70.6 | 82.9 |
| 2006.12 | 81,680 | 6,868 | 9,036 | 62,110 | 5,261 | 9,433.1 | 81.1 | 10.0 | 24.5 | 179.3 | 75.5 |
| 2007.12 | 84,909 | 7,767 | 9,266 | 67,776 | 4,199 | 1,660.3 | 81.2 | 9.7 | 46.4 | 39.5 | 59.4 |
| 2008.12 | 93,734 | 10,900 | 13,258 | 77,488 | 3,300 | 9,295.6 | 77.8 | 12.7 | 70.5 | 281.7 | 43.4 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**안정적 수익구조와 견조한 성장성을 바탕으로 우수한 재무구조 유지**

동사는 현대차 그룹의 A/S 용 부품판매와 모듈 및 핵심부품 제조업체로서 국내 1 위, 세계 27 위의 지위를 확보하고 있으며, 꾸준한 신장세로 `08 년 3 분기 기준 매출액 규모가 6.9 조원에 달함. 글로벌 완성차업계 침체에도 불구, 직접 연관성이 낮은 A/S 부품 부문이 전체 영업이익의 60~70%를 차지함에 따라 차별화된 실적 시현 기대. 또한, 향후 하이브리드차 부품사업의 비중 확대는 자동차부품업계의 신 성장동력이 될 전망. 한편, 현대자동차㈜의 최대주주로서 그룹의 실질적 지주사 역할을 수행하고 있어 CAPEX 및 관계사 투자 부담은 있으나, 이익창출 규모가 이를 크게 상회하여 잉여현금흐름 지속되고 있으며 차환 및 운영자금 조달도 원활하게 이루어짐에 따라 향후 안정적 재무구조 지속될 전망

**Quantitative Analyst** 이수정 lsj0816@sks.co.kr / +82-2-3773-8911
**Credit Analyst** 이하정 hajeong@sks.co.kr / +82-2-3773-8887

## 삼성물산 (삼성물산 95-1)

**매수(유지)**

| | |
|---|---|
| 신용등급(회사채) | AA- |
| 신용등급(CP) | A1 |
| 발행일 | 2009/02/17 |
| 만기일 | 2012/02/17 |
| 발행잔액 | 1,000억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 6.79% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자신 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 96,964 | 771 | 2,982 | 83,931 | 15,309 | 2,426.4 | 91.1 | 2.6 | 3.8 | 15.8 | 93.1 |
| 2005.12 | 96,599 | 819 | 2,980 | 101,255 | 13,973 | 5,124.6 | 90.4 | 2.7 | 3.9 | 36.7 | 119.3 |
| 2006.12 | 94,978 | 1,884 | 3,094 | 99,915 | 8,669 | 3,541.0 | 91.1 | 2.9 | 5.0 | 40.8 | 111.0 |
| 2007.12 | 97,310 | 4,872 | 3,130 | 99,814 | 6,104 | -2,055.6 | 90.2 | 2.9 | 5.9 | -33.7 | 101.8 |
| 2008.12 | 118,116 | 3,451 | 4,006 | 112,742 | 19,645 | -1,818.5 | 90.2 | 3.1 | 6.0 | -9.3 | 130.3 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**우수한 수익창출력과 대내외 신인도를 바탕으로 안정적 재무구조 유지될 전망**

동사는 삼성그룹의 주력사로서 무역과 종합건설을 주사업으로 하고 있으며, `08 년 시공능력 평가순위 2 위를 기록. 건설부문에서 대부분의 이익이 창출되고 있으며, 수익성이 저조한 무역부문은 비핵심부문 정리로 주력부문 집중 기대. 우수한 브랜드 인지도와 안정적 수주비중(재개발, 계열사 물량 등)을 바탕으로 주택경기 침체에도 타사대비 리스크는 낮은 수준. 송도개발사업, 용산국제업무단지개발사업 등에 공동시공사로 참여함에 따라 수익성 호조 지속 예상. 최근 운전자본 및 투자자산 증가 등으로 차입금이 비중이 늘었으나 만기구조는 안정적이며, 원활한 선수금 유입으로 향후 추가적 운전자본 부담은 제한적일 전망. 안정적 현금흐름과 우량 계열사로서의 높은 대내외 신인도를 바탕으로 재무융통성 또한 우수한 수준

## 한국타이어 (한국타이어 79-2)

**매수(유지)**

| | |
|---|---|
| 신용등급(회사채) | AA- |
| 신용등급(CP) | - |
| 발행일 | 2009/02/23 |
| 만기일 | 2012/02/23 |
| 발행잔액 | 700억원 |
| 이자유형 | 이표고정 |
| 표면금리 | 6.34% |
| 옵션사항 | 없음 |

| 12월 결산 | 매출액 (억원) | 당기 순이익 (억원) | EBITDA (억원) | 총자신 (억원) | 총차입금 (억원) | 잉여 현금흐름 (억원) | 매출 원가율 (%) | 매출액 영업이익률 (%) | EBITDA/ 금융비용 (배) | FCF/ 총차입금 (%) | 부채 비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004.12 | 18,558 | 1,660 | 3,834 | 18,896 | 2,377 | 999.4 | 67.2 | 12.1 | 39.6 | 42.0 | 58.4 |
| 2005.12 | 20,036 | 2,138 | 3,947 | 19,535 | 1,936 | 1,060.3 | 69.2 | 11.5 | 86.7 | 54.8 | 41.7 |
| 2006.12 | 20,638 | 1,702 | 3,504 | 21,659 | 2,270 | 625.7 | 72.6 | 8.5 | 52.1 | 27.6 | 42.2 |
| 2007.12 | 22,530 | 1,623 | 4,275 | 23,590 | 1,764 | 2,683.4 | 68.7 | 12.2 | 52.3 | 152.1 | 40.3 |
| 2008.12 | 26,442 | 254 | 4,152 | 26,742 | 3,481 | 104.8 | 71.7 | 9.7 | 36.7 | 3.0 | 54.0 |

자료 : FnGuide, SK 증권

**원재료 가격 하락으로 수익성 개선 기대, 우수한 재무융통성 보유**

동사는 타이어전문 생산업체로서 국내 1 위(점유율 46%), 세계 8 위의 위상을 확보하고 있음. 경기침체로 자동차 신규수요가 크게 위축되고 있으나, 동사의 매출은 80% 이상이 교체용 타이어로 구성되어 있어 실적 가변성은 상대적으로 낮은 것으로 판단. `08 년에는 국제 원재료 가격 상승으로 판가 인상에도 불구하고 수익성이 저하되는 모습을 보였으나, 올해부터 하향 안정된 가격의 원재료가 투입되어 2 분기 이후 수익성은 개선될 것으로 예상. 또한, 원화 약세 기조는  북미 및 유럽을 주요 수출시장으로 하는 동사의 수익성 호전에는 긍정적 요인. `08 년에 차입금 규모가 급격히 증가했으나 부채비율은 58.0%로 경쟁사 대비 매우 우수한 수준이며, 구성내용과 재무융통성 등을 감안하면 재무안정성은 유지될 전망

# SK 증권 리서치센터 Analyst 현황

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **리서치센터장** | **오상훈** | **8873** | **shoh@sks.co.kr** |
| 투자전략팀 | 총괄, 투자전략 | 김준기 | 8905 | maze@sks.co.kr |
| | 채권(전략) | 양진모 | 8917 | jmyang@sks.co.kr |
| | 채권(Quant) | 이수정 | 8911 | lsj0816@sks.co.kr |
| | 채권(Credit) | 이하정 | 8887 | hajeong@sks.co.kr |
| | 채권(Rates) | 염상훈 | 8882 | yum@sks.co.kr |
| | 주식(중장기전략) | 최성락 | 8884 | slchoi@sks.co.kr |
| | 주식(단기전략) | 김영준 | 8904 | sello-ccm@sks.co.kr |
| | 포트폴리오(주식/펀드) | 원종혁 | 8874 | ildo0725@sks.co.kr |
| | 펀드/부동산/원자재 | 안정균 | 8910 | jkahn@sks.co.kr |
| | 펀드/연구지원 | 지미경 | 8889 | jmk99@sks.co.kr |
| | 국내외 경제/외환 | 송재혁 | 8921 | jhsong@sks.co.kr |
| | 국내외 경제(Emerging) | 감민상 | 8662 | mskam@sks.co.kr |
| | 투자정보(시장대리인실) | 김승복 | 8591 | seung11@sks.co.kr |
| 기업분석팀 | 총괄, 바이오/제약/화장품 | 하태기 | 8872 | tgha@sks.co.kr |
| | 음식료/담배 | 황 찬 | 8922 | chan@sks.co.kr |
| | 자동차/조선 | 김용수 | 8901 | kysoo@sks.co.kr |
| | 금융 | 신규광 | 8914 | kkshin@sks.co.kr |
| | 제지/유통(무역/도소매)/전자상거래 | 김기영 | 8893 | youngkim@sks.co.kr |
| | 컴퓨터/사무기기/전선/운송 | 서진희 | 8877 | jinhee@sks.co.kr |
| | 디스플레이/가전/전자부품 | 이성준 | 8892 | bonobono@sks.co.kr |
| | 반도체/반도체장비 | 박정욱 | 8886 | jackpark@sks.co.kr |
| | 정유/석유화학 | 백영찬 | 8825 | ycbaek@sks.co.kr |
| | 철강/비철금속 | 이원재 | 8923 | wjlee@sks.co.kr |
| | 인터넷/S·W/종목개발 | 복진만 | 8897 | sks20280@sks.co.kr |
| | 기계/유틸리티(가스/전력) | 이지훈 | 8880 | sa75you@sks.co.kr |
| | 방송광고/엔터테인먼트/레저 | 이희정 | 8891 | heuijung@sks.co.kr |
| | 건설/시멘트 | 김석준 | 8924 | sjkimc@sks.co.kr |
| | 통신서비스 | 박상현 | 8856 | Sang.h.park@sks.co.kr |
| | 섬유/의복/IT 화학소재 | 황유식 | 8885 | yshwang@sks.co.kr |
| | 금융 | 김용현 | 8920 | kyh@sks.co.kr |
| | 통신장비 | 양태호 | 8931 | taehoyang@sks.co.kr |
| | R.A(IT H/W) | 조진호 | 8908 | jhocho@sks.co.kr |
| | 연구지원 | 조혜승 | 8876 | hscho@sks.co.kr |

## Compliance Notice


- 본 보고서는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 기업금융 1팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 박영완 | 부 장 | 8512 | ywpark@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 이지현 | 차 장 | 8063 | jaylee@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 곽세용 | 과 장 | 8350 | kwaksnet@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 이용현 | 대 리 | 8339 | 20060013@sks.co.kr |

## 기업금융 2팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 최성운 | 팀 장 | 8088 | swchoi@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 오성남 | 부 장 | 8481 | snoh@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 김영동 | 과 장 | 8377 | ydkim@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 박인식 | 과 장 | 8373 | andyipark@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 엄호천 | 대 리 | 8359 | misty105@sks.co.kr |
| 회사채/주식 인수영업 | 최정호 | 주 임 | 8489 | rommnach@sks.co.kr |
| 영업지원 | 장혜정 | 주 임 | 8375 | jhj2825@hanmail.net |

## PEF팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 유시화 | 부 장 | 8068 | shyoo@sks.co.kr |
| PEF영업 | 박원기 | 차 장 | 8071 | wonkee@sks.co.kr |
| PEF영업 | 김진태 | 과 장 | 8329 | simba@sks.co.kr |
| PEF영업 | 장근준 | 과 장 | 8883 | jkjoon@sks.co.kr |
| PEF영업 | 김근수 | 대 리 | 8740 | 20070022@sks.co.kr |
| PEF영업 | 신재국 | 주 임 | 8343 | jai3003@sks.co.kr |
| 업무지원 | 강해진 | 사 원 | 8333 | kikihjlove@sks.co.kr |

## FAS팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 김정현 | 상 무 | 8007 | jhkim@sks.co.kr |
| 기업공개 | 임정섭 | 차 장 | 8341 | jslim@sks.co.kr |
| 기업공개 | 이윤주 | 차 장 | 8888 | lyj310@sks.co.kr |
| 기업공개 | 김현수 | 차 장 | 8353 | tten@sks.co.kr |
| 기업공개 | 한 산 | 차 장 | 8072 | hans@sks.co.kr |
| 기업공개 | 김경민 | 과 장 | 8344 | airkm@sks.co.kr |
| 기업공개 | 장재혁 | 과 장 | 8385 | 20862@sks.co.kr |
| 기업공개 | 임중훈 | 과 장 | 8686 | jhlim@sks.co.kr |
| 기업공개 | 윤선영 | 대 리 | 8392 | younsy@sks.co.kr |
| 영업지원 | 김용원 | 대 리 | 8702 | yongokim@sks.co.kr |
| 기업공개 | 박영훈 | 주 임 | 8702 | amaterasu@sks.co.kr |
| 기업공개 | 김현용 | 주 임 | 8356 | hykim@sks.co.kr |
| 영업지원 | 윤근아 | 사 원 | 8327 | yka003@sks.co.kr |

## 법인금융팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 이병휘 | 부 장 | 8732, 8733 | leebh2k@yahoo.co.kr |
| 수익증권 영업 | 박등우 | 부 장 | 8387 | 20060046@sks.co.kr |
| 수익증권 영업 | 이동환 | 차 장 | 8383 | leedh2k@yahoo.com |
| 수익증권 영업 | 이희철 | 과 장 | 8307 | zyniker@sks.co.kr |
| 수익증권 영업 | 박형열 | 과 장 | 8324 | appeal@sks.co.kr |
| 영업지원 | 고경미 | 주 임 | 8397 | kkm1002@hotmail.com |

## Project금융1팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 송영선 | 부 장 | 8378 | tjpark@sks.co.kr |
| 투자상품 개발 | 김태산 | 차 장 | 8321 | ts007@sks.co.kr |
| 투자상품 개발 | 박태욱 | 과 장 | 8415 | twpark@sks.co.kr |
| 투자상품 개발 | 이봉기 | 과 장 | 8416 | bklee@sks.co.kr |
| 투자상품 개발 | 신익재 | 과 장 | 8345 | ishin@sks.co.kr |
| 영업지원 | 김지선 | 사 원 | 8331 | kjsiiu@sks.co.kr |

## 채권영업팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 오민영 | 팀 장 | 8517, 8256 | myfine@sks.co.kr |
| 채권중개 | 조득영 | 차 장 | 8403 | chodybond@sks.co.kr |
| 채권중개 | 전동한 | 과 장 | 8258 | jdh1107@yahoo.co.kr |
| 채권중개 | 최희승 | 과 장 | 8519 | lionhill@hanmail.net |
| 채권중개 | 구명훈 | 과 장 | 8482, 8534 | aatiad@yahoo.co.kr |
| 채권중개 | 고영균 | 주 임 | 8912 | 20070007@sks.co.kr |
| 매매체결 | 조원희 | 주 임 | 8257 | jwh23@hanmail.net |

## 채권금융팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 구자운 | 부 장 | 9102, 9103 | kaeuny@yahoo.co.kr |
| 채권중개 | 김병오 | 차 장 | 9106, 9107 | kolgap@hanafos.com |
| 채권중개 | 정경순 | 차 장 | 9110, 9111 | leesooy@yahoo.co.kr |
| 채권중개 | 황본승 | 차 장 | 9116 | 20080284@sks.co.kr |
| 채권중개 | 김장욱 | 과 장 | 9116 | jw959@sks.co.kr |
| 채권중개 | 서지영 | 주 임 | 9108 | 20080357@sks.co.kr |
| 매매체결 | 서지혜 | 사 원 | 9118 | 20080293@sks.co.kr |

## 종합금융팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 이한조 | 부 장 | 8440, 8441 | hzlee1958@yahoo.co.kr |
| 중개영업 | 조성수 | 부 장 | 8448, 8449 | css0809@yahoo.co.kr |
| 중개영업 | 권용묵 | 차 장 | 8450, 8451 | ssky111@hanmail.net |
| 중개영업 | 이수현 | 과 장 | 8398 | priden@sks.co.kr |
| 중개영업 | 정성문 | 주 임 | 9198 | 20080022@sks.co.kr |
| 중개영업 | 오민영 | 주 임 | 8455 | my1124@sks.co.kr |
| 영업지원 | 최나영 | 사 원 | 8457 | 20080346@sks.co.kr |

## 법인영업팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 박태준 | 부 장 | 8554 | tjpark@sks.co.kr |
| 주식영업 | 이국진 | 차 장 | 8551 | kjlee@sks.co.kr |
| 주식영업 | 성백웅 | 차 장 | 8535 | bws@sks.co.kr |
| 주식영업 | 안용진 | 차 장 | 8537 | 20070103@sks.co.kr |
| 주식영업 | 조종수 | 과 장 | 8592 | sbehold@sks.co.kr |
| 주식영업 | 김영채 | 과 장 | 8526 | neozodia@sks.co.kr |
| 주식영업 | 박근환 | 대 리 | 8592 | parkkeun@sks.co.kr |
| 파생영업 | 김인원 | 부 장 | 8521 | kjw97@sks.co.kr |
| 파생영업 | 이용표 | 대 리 | 8523 | pyolee@sks.co.kr |
| 영업지원 | 김보혜 | 주 임 | 8277 | mama@sks.co.kr |
| 영업지원 | 박효선 | 주 임 | 8553 | hyosun@sks.co.kr |
| 영업지원 | 서윤희 | 주 임 | 8530 | junges@sks.co.kr |

## Project금융2팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 문한웅 | 팀 장 | 8737 | moonhanwoong@yahoo.co.kr |
| 투자상품 개발 | 나윤수 | 과 장 | 8239 | rayouns@sks.co.kr |
| 투자상품 개발 | 김현우 | 주 임 | 8741 | 20080016@sks.co.kr |
| 영업지원 | 윤혜진 | 주 임 | 8742 | rubygirl1228@hotmail.com |

## PF지원팀

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 총 괄 | 이재완 | 팀 장 | 8138 | jaewan@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 장영택 | 차 장 | 8909 | ytjang2000@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 주영빈 | 차 장 | 8422 | jybsky@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 이호림 | 과 장 | 8389 | kilogram80@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 지의종 | 과 장 | 8918 | jizong@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 정용운 | 과 장 | 8390 | sks20492@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 권상준 | 대 리 | 8739 | sjoon74@hanmail.net |
| 신상품 개발 | 김경훈 | 대 리 | 8313 | khkim7@sks.co.kr |
| 신상품 개발 | 강순규 | 주 임 | 8367 | kangsq@sks.co.kr |
| 상품관리 | 권정미 | 주 임 | 9581 | kjm@sks.co.kr |
| 업무지원 | 오의진 | 사 원 | 8027 | yjoh81@sks.co.kr |

**SK 증권주식회사**

대표전화 : 3773-8245

리 서 치 센 터 : 3773-8873
I B 사 업 본 부 : 3773-8730
종 합 금 융 팀 : 3773-8440
법 인 금 융 1 팀 : 3773-8732
Project금융1팀 : 3773-8378
법 인 영 업 팀 : 3773-8554
채 권 영 업 팀 : 3773-8517
채 권 금 융 팀 : 3773-9102
고 객 행 복 센 터 : 1588-8245

## 서 울

영업부 3773-8245
영등포구 여의도동 23-10 SK증권B/D 2층

명동지점 774-8245
중구 명동1가 59-1 증권B/D 2층

대치역지점 562-8245
강남구 대치동 507 원플러스상가B/D 3층

압구정지점 515-8245
강남구 신사동 612-1 압구정 증권B/D 4층

종로지점 745-8245
종로구 수송동 68-1호수B/D 3F

서초지점 596-8245
서초구 서초동 1714-21 3층

테헤란로지점 569-8245
강남구 대치동 944-11 삼흥 제2B/D 3,4층

여의도자산관리지점 3773-8677
영등포구 여의도동 23-10 SK증권B/D B1층

서린지점 725-8245
종로구 서린동 99 서린빌딩 지하1층

신촌지점 323-8245
서대문구 창전동 72-21 거촌B/D 4층

역삼역지점 567-8245
강남구 역삼동 642 한불B/D 1층

신반포지점 3476-8245
서초구 잠원동 16-1 잠원B/D 1층

송파지점 449-8245
송파구 가락동 99-5 효원 B/D 4층

방배역지점 / 방배자산관리지점 521-8245
서초구 방배3동 981-15 양지B/D 1층

논현지점 553-8245
강남구 신사동 588-21 강남B/D 1층

강남대로지점 3663-8245
강남구 역삼동 832번지 SM빌딩 2층

청담지점 3448-8245
강남구 청담동 47-2 명보빌딩 3층

## 지 방

수원지점 (031)206-8245
수원시 영통구 영통동 996-3 대우 월드마크 2층

안산지점 (031)416-8245
안산시 본오동 877-8 보노피아B/D 2층

성남지점 (031)721-8245
성남시 수정구 태평2동 3440 대한생명B/D 4층

분당지점 (031)708-8245
성남시 분당구 서현동 246-3 한국학원B/D 2층

분당자산관리지점 (031)749-8245
성남시 분당구 정자동 174-1 분당 더샵 스타파크 1층

이천지점 (031)634-8245
이천시 이천읍 창전동 165 화창B/D 5층

남양주지점 (031)594-8245
남양주시 호평동 638-1번지 늘봄타워B/D 3층

의정부지점 (031)861-8245
의정부시 금오동 474-2 대송B/D 3층

경기광주지점 (031)797-8245
광주시 경안동 15-2 광주프라자 2층

파주지점 (031)945-8245
파주시 금촌동 986-1 청원센트럴타워 3층

중동지점 (032)325-8245
부천시 원미구 상동 449 한국산업은행B/D 3층

서인천지점 (032)568-8245
인천시 서구 심곡동 248 우민B/D 4층

구월동지점 (032)464-8245
인천시 남동구 구월2동 1241-4 아세아프라자 3층

홍성지점 (041)634-8245
충남 홍성군 홍성읍 오관리 311-1 선일B/D 5층

공주지점 (041)858-8245
공주시 반죽동 1-2 금성B/D 3층

대전지점 (042)472-8245
대전시 서구 둔산동 1275 아이B/D 1,2층

청주지점 (043)268-8245
청주시 흥덕구 가경동 1449 청주여객터미널B/D 3층

금왕지점 (043)878-8245
충북 음성군 금왕읍 무극3리 247-7 삼왕새마을금고 2층

부산지점 (051)633-8245
부산시 동구 범일동 830-136 SK네트웍스B/D 2층

구서지점 (051)581-8245
부산시 금정구 구서동 184-3 금정타워 3층

연제지점 (051)851-8245
부산시 연제구 연산동 702-1 프라임시티 2층

해운대자산관리지점 (051)720-8245
부산시 해운대구 우동 1505 벡스코센텀호텔 3층

울산지점 (052)258-8245
울산시 남구 달동 1365-13 종범B/D 2층

서울산지점 (052)222-8245
울산시 남구 무거동 465-1 신정빌딩 3층

대구지점 (053)254-8245
대구시 중구 덕산동 110 삼성생명B/D 2층

대구서지점 (053)651-8245
대구시 달서구 본동 225-1 송림백화점 3층

성서지점 (053)586-8245
대구시 달서구 이곡동 1244-4 해일B/D 3층

영천지점 (054)336-8245
영천시 완산동 1056-3 청우B/D 5층

왜관지점 (054)975-8245
경북 칠곡군 왜관읍 왜관리 212-25 2층

진주지점 (055)759-8245
진주시 상대동 299-4 명신예식장B/D 3층

포항지점 (054)249-8245
포항시 북구 남빈동 415-17 대홍B/D 2층

마산지점 (055)298-8245
마산시 회원구 석전2동 245-12 건설공제조합B/D 4층

창원지점 (055)262-8245
창원시 상남동 73-3 서울메디컬센터 1층

삼천포지점 (055)834-8245
사천시 동금동 141-7 경남은행B/D 3층

서진주지점 (055)744-8245
진주시 신안동 582-1 신안B/D 5층

광주지점 (062)222-8245
광주시 동구 금남로3가 9-2 제일은행B/D 4층

상무지점 (062)374-8245
광주시 서구 치평동 1178-6 한신B/D 2층

남원지점 (063)633-8245
남원시 하정동 107-2 유남B/D 3층

전주지점 (063)287-8245
전주시 완산구 효자동 1가 548-2 영광B/D 2층

고창지점 (063)562-8245
전북 고창군 읍내리 638-1 전북은행B/D 2층

순천지점 (061)746-8245
순천시 연향동 1326-1 LG빌딩 4층



본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.


**채권투자판단 5단계 (3개월 기준, 국고채 5년물 수익률) -50bp 이하 ➡ Overweight+ (듀레이션 적극 확대) / -30bp 이하 ➡ Overweight (듀레이션 확대) / -30bp~+30bp ➡ Neutral (듀레이션 중립) / +30bp 이상 ➡ Underweight (듀레이션 축소) / +50bp 이상 ➡ Underweight+ (듀레이션 적극 축소)**