

항공운임채권 관련 ABS의 신용위험 점검

김은희 SF평가본부 SF평가2실장 02-2014-6212 ehkim@nicerating.com
 임영수 SF평가본부 SF평가2실 수석연구원 02-2014-6278 lm@nicerating.com

2020.04.29.

SUMMARY

항공운임채권 관련 ABS 신용등급 - 기존 등급 유지

NICE신용평가(이하 '나신평')는 2020년 4월 29일에 대한항공 및 아시아나항공의 운임채권을 유동화자산으로 하는 유동화 건에 대한 정기평가 또는 수시평가를 수행한 결과, 해당 ABS 및 유동화익스포저의 신용등급을 기존과 같이 유지하였다. 이는 1) 자산보유자(항공사)의 현재 신용도, 2) 국내 항공업의 기간산업 특성과 국적항공사로서의 과점적 시장지위, 정부의 높은 지원가능성에 기반한 장래 매출채권의 발생가능성, 3) 운임채권 회수부진에 따른 트리거 발동에 대한 자산보유자의 대응추이 등을 반영한 결과이며, 향후 자산보유자의 신용도 변화, 코로나 19 여파의 지속여부와 이에 따른 운임채권의 회수실적 추이, 항공산업의 구조개편 방향 등을 모니터링하여 신용등급에 반영할 예정이다.

| 표 | 아시아나항공 항공운임채권 유동화(색동이시리즈) 신용위험 점검 결과

유동화전문회사	구분	회차	직전등급	평가등급
색동이제십팔차유동화전문(유)	ABS	제1-11회~제1-14회	BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
색동이제십구차유동화전문(유)	ABS	제1-9회~제1-14회	BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
	ABS	제1-23회~제1-28회	AAA (sf)	AAA (sf)
	유동화익스포저		BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
색동이제이십차유동화전문(유)	ABS	제1-9회~제1-12회	BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
	ABS	제1-21회~제1-24회	AAA (sf)	AAA (sf)
	유동화익스포저		BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
색동이제이십일차유동화전문(유)	ABS	제1-8회~제1-16회	BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
색동이제이십이차유동화전문(유)	ABS	제1-7회~제1-16회	BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
색동이제이십삼차유동화전문(유)	ABS	제1-6회~제1-16회	BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑
	ABS	제1-22회~제1-32회	AAA (sf)	AAA (sf)
	유동화익스포저		BBB+ (sf) ↑	BBB+ (sf) ↑

주) AAA 등급은 유동화사채에 대하여 시중은행의 신용공여 의무가 반영된 것임

자료: DART 공시자료, NICE신용평가㈜ 재구성

| 표 | 대한항공 항공운임채권 유동화(칼시리즈) 신용위험 점검 결과

유동화전문회사	구분	회차	직전등급	평가등급
칼제십구차유동화전문(유)	ABS	제1-12회~제1-16회	A (sf) ↓	A (sf) ↓
칼제이십일차유동화전문(유)	ABS	제1-9회~제1-16회	A (sf) ↓	A (sf) ↓
칼제이십이차유동화전문(유)	ABS	제1-6회~제1-16회	A (sf) ↓	A (sf) ↓
칼제이십삼차유동화전문(유)	ABS	제1-1회~제1-16회	A (sf) ↓	A (sf) ↓

주) 칼제이십오차유동화전문(유)는 2020년 3월 30일에 발행되어 현재까지 유의미한 회수실적을 확보하지 못하였으므로 대상에서 제외한다.

자료: DART 공시자료, NICE신용평가㈜ 재구성

항공운임채권 유동화 관련 FAQ

Q. 항공운임채권을 기초로 발행된 ABS의 신용등급이 항공사의 신용등급보다 높은(Notch-up) 이유는 무엇인가?

항공사 운임채권 관련 ABS의 신용등급 변동에 영향을 미치는 일차적 요인은 운임채권을 발생하는 주체인 항공사의 신용도이다. 한편, 여타 장래 매출채권 유동화증권이 자산보유자의 신용도에 연계되는 것과는 달리 대형항공사(이하 “FSC”)의 항공운임채권 유동화증권의 신용도는 자산보유자의 신용도에서 2 Notch-Up된 신용도를 부여하고 있다. 나신평의 매출채권 방법론상 FSC들의 항공운임채권 Notch-Up의 근거는 두 국적항공사가 보유하고 있는 경쟁지위, Credit Event 발생 이후 매출채권의 높은 발생가능성에 기인한다. 즉, 국내 FSC의 경우 1) 항공법 및 관련 시행령을 비롯한 법적 규제, 국제선 운항 및 장거리 노선확충을 위한 정부의 인허가 조건 등의 진입장벽을 통해 과점적 지위를 보유하고 있으며, 2) 반도체, 소재 수출물량의 상당부분의 운송을 담당하고 있어 국내 기간산업으로서 입지가 확고한 상황임을 감안할 때 항공운송인프라 유지를 위한 정부의 영업 및 재무적 지원가능성이 높은 것으로 판단된다. 이에 따라 국내 FSC의 Credit Event가 발생하더라도 항공운송 인프라 유지를 위한 운임채권의 발생가능성은 높은 수준이며, 유동화증권을 발행한 SPC는 자산보유자의 Credit Event 발생 이후에도 신탁계약상 자동 연장되는 신탁종료일까지 운임채권 회수대금으로 기발행된 유동화증권을 상환할 수 있다.

Q. 저비용항공사(LCC)의 항공운임채권을 기초로 ABS를 발행할 경우에도 ABS의 신용등급은 Notch-up이 가능한가?

나신평은 현재 항공운임채권을 기초로 하는 ABS의 신용등급 Notch-Up은 LCC에게는 적용하지 않고 FSC에게만 적용하고 있다. 이는 대한항공과 아시아나항공의 과점적 시장지위에 기반한다.

국제 항공운수권은 국가간 협정을 통해 매년 신규 또는 증대 운수권 쿼터가 합의되며, 항공사들은 “국제항공운수권 및 영공통과 이용권 배분 등에 관한 규칙(이하 “항공운수권 규칙”)에 따라 운수권을 배분받게 된다. 항공운수권은 매년 또는 일정시기에 갱신되는 개념이 아니라 신규 또는 증대운수권이 발생할 경우, 기존 운수권의 회수가 이루어질 경우 배분 또는 재배분됨에 따라 기존 운수권을 확보한 FSC가 경쟁우위를 점하게 되는 시장구조를 나타내고 있다. 또한, 반도체, 소재 등 항공운송에 의존하는 수출을 대부분 FSC가 담당함에 따라 기간산업으로서의 입지가 공고하다.

다만 향후 LCC의 대규모 자본투입 또는 합병, 외부 환경변화에 따른 수요변동 및 경쟁심화 등으로 인해 현 항공시장 구도가 재편될 경우 FSC의 항공운임채권을 기초로 발행한 ABS의 신용도의 Notch-Up 수준은 변경될 수 있다.

Q. 트리거 종류는 무엇이며 왜 설정하는가?

장래 매출채권 유동화거래의 본질상 장래에 자산보유자로부터 발생하는 매출채권의 규모에 대한 불확실성이 존재하므로, 유동화시점에 장래에 발생할 매출액의 하락을 가정하여 단계별로 트리거를 설정한다. 일반적으로 트리거는 매출액의 하락 정도에 따라 가지급 트리거, 추가신탁 트리거, 신탁조기지급 트리거로 이루어지는데, 각 트리거의 발생은 ABS 원리금의 상환재원이 되는 신탁재산 회수규모가 감소하는 단계별 Warning sign 이다.

한편, 가지급, 추가신탁, 조기지급 트리거는 신탁 회수실적의 저하뿐만 아니라 자산보유자의 등급 하락 등 신탁계약상의 합의된 조건에 따라 발동 가능하며, 세부 내용은 각 신탁 계약을 참고하여야 한다.

Q. 조기지급 트리거의 발생과 ABS의 기한의 이익 상실의 차이는?

조기지급 트리거와 ABS의 기한의 이익 상실사유는 차이가 있다. 조기지급 트리거는 일종의 투자자 보호장치로, 유동화자산의 훼손 이전에 ABS를 상환받기 위한 도구이다. 한편, ABS 기한이익 상실사유는 해당 ABS 만기일에 ABS 원리금이 상환되지 못함을 의미한다. 즉, 자산보유자의 Credit Event, Performance 저하 등 신탁계약에서 정한 조기지급 트리거가 발동하면 ABS 투자자는 매월 회수되는 금원을 통해 순차적으로 원리금을 상환받게 된다. 반면, 개별 회차 만기일에 해당 ABS가 상환되지 못할 경우 ABS의 기한의 이익상실사유가 발생하게 되며, 이때 미상환된 모든 ABS의 만기가 일시에 도래하고 SPC는 일시에 모든 ABS를 상환해야 한다.

Q. 개별 트리거가 발생하면 ABS의 신용등급은 하락하는가?

가지급 트리거 또는 추가신탁 트리거는 자산보유자에게 부정적인 영향을 미치지만, ABS의 투자자에게 즉각적으로 영향을 미치지는 않는다. 따라서, 각각의 트리거가 발생하더라도 ABS의 신용등급이 즉각적으로 하향되지는 않는다. 다만 상기 트리거에 대한 자산보유자의 대응이 미흡하여 조기지급 트리거가 발생할 경우, 개별 트랜치별 만기에 잔여 ABS 원리금의 상환가능성을 판단하여 등급하향 여부를 결정하게 된다.

Q. 코로나19로 인하여 항공운임채권 회수실적은 얼마나 감소하였나?

코로나19의 영향이 본격화되는 2020년 2월부터 항공운임채권이 회수실적이 감소하기 시작하였으며, 3월에는 하락 추세가 심화되었다. 전년동월 대비, 색동이시리즈의 전년동기 대비 평균 회수실적(추가신탁 포함)은 2월에 47.0%, 3월에 76.0%가 감소하였다. 이에 따라, 2020년 3월 기준 신탁회수실적/필요적립액 배수는 가지급 반환금을 제외할 경우 평균 1.17배 수준까지 하락하였다.

칼시리즈(전년실적이 존재하지 않는 24차는 제외함)의 경우 2월은 평균 16.5%, 3월은 평균 76.1%가 감소하였다. 이에 따라 2020년 3월 기준, 신탁회수실적/필요적립액 배수는 평균 1.92배 수준까지 하락하였다.

유동화회사별로 신탁 편입자산은 항공 노선별, 여객 또는 화물운임채권의 비중 등에 따라 차이가 존재하며, 계산기간 또한 매월 상이하므로 정확한 비교에는 한계가 존재하지만, 항공운임채권 유동화의 회수실적은 항공사에 관계 없이 전반적으로 2월 및 3월에 하락 추세를 나타냈다.

Q. 회수실적 감소에도 불구하고 신탁조기지급 사유가 발생하지 않은 이유는?

회수실적 감소에 따라 신탁조기지급사유가 발생할 것이라 예상될 경우, 자산보유자(항공사)는 신탁되지 않은 장래매출채권 또는 현금(신탁계약서에 명시된 경우)을 유동화회사에 추가신탁하거나 가지급금을 반환하는 방식으로 신탁조기지급 트리거 발생을 사전에 대응할 수 있다.

실제로 아시아나항공은 추가신탁 또는 일정 기간을 설정하고 해당 기간에 위탁자가 제2종 수익권에 대한 지급으로 수령한 금액을 반환하는 방식을 복합적으로 사용하여 신탁조기지급 트리거의 발생에 대응하였다.

| 표 | 색동이시리즈의 회수실적 저하에 대한 자산보유자의 대응

유동화전문회사	추가신탁	가지급금 반환	반환/지급유예기간
색동이제십팔차유동화전문(유)	기내면세품, 마일리지정산채권	○	2019.11.21~2020.06.20
색동이제십구차유동화전문(유)		○	2020.01.01~2020.05.31
색동이제이십차유동화전문(유)			
색동이제이십일차유동화전문(유)	기내면세품, 마일리지정산채권	○	2020.02.19~2020.06.18
색동이제이십이차유동화전문(유)	기내면세품, 마일리지정산채권	○	2019.11.24~2020.06.23
색동이제이십삼차유동화전문(유)	마일리지정산채권		

주1) 유동화회사별 추가신탁자산은 신용카드사 별로 상이함

주2) 지급유예기간은 제2종 수익자(항공사)에 대한 가지급금 중단하는 기간임.

주3) 색동이제십구차유동화전문(유) 및 색동이제이십차유동화전문(유)은 기존 신탁계약상 현금 추가신탁이 가능함.

자료: DART 공시자료, NICE신용평가㈜ 재구성

Q. 만약 조기지급이 개시된다면 ABS는 상환 가능한가?

조기지급의 개시 이후에는 1) 잔존 ABS 원리금이 상환 가능한지, 2) 상환 가능하다면 상환기간은 얼마나 걸리는지가 주요 고려사항이다. 우선, 잔존 ABS 원리금의 상환 여부는 조기지급 개시 후 월별 신탁회수실적에 따라 달라진다. 신탁비용 등을 제외할 경우, 이론적으로 월별 신탁회수액이 잔존 ABS 원리금의 월별 평균 상환액(또는 필요적립액) 이상으로 발생한다면 잔존 ABS 원리금은 상환 가능하다. 따라서, 신탁 조기지급기간에 발생하는 월별 신탁회수액/필요적립액 배수가 중요한 변수가 된다.

ABS 원리금의 만기일은 3개월마다 도래하므로, 월별 필요적립액은 만기가 도래하는 ABS원리금의 1/3 수준으로 설정된다. 이러한 상황에서 월별로 계산되는 배수가 조기지급기간 내내 1배수 이상으로 지속된다면, 잔존 ABS의 원리금은 상환 가능할 뿐만 아니라 ABS의 최종 상환기간은 최종 회차 ABS의 만기일보다 짧아지게 된다. 반면, 동 배수가 1배 미만으로 3개월 이상 지속되는 경우, 자산보유자의 추가 신용보강이 없다면 만기가 도래하는 잔여 ABS의 원리금은 상환 불가능할 것이다.

Q. 최근 회수실적의 급격한 저하가 신용등급을 하향하는 요인인가?

항공운임채권 ABS 평가시 장래 매출채권을 기초로 하는 유동화거래의 속성상 유동화기간동안 발생 및 회수되는 운임채권의 규모는 가변적임을 전제로 한다. 다만 이러한 변동성을 완화하고 ABS의 상환가능성을 제고하기 위하여 통상 항공운임채권 유동화거래의 경우 원리금의 5배수 내외의 장래 회수규모를 가정한다.

최근 코로나19 영향으로 최초 가정한 현금흐름에 비해 매출채권의 발생 및 회수규모가 급격하게 감소한 것은 사실이다. 그러나, 최초 가정에 비해 회수되는 현금흐름이 감소하거나 증가하였다는 것이 ABS 신용도의 하락 및 상승의 요인은 아니다. 최초 5배수의 가정은 ABS 신용도에 비해 열위한 자산보유자의 Credit Event 발생 이후 원리금 상환을 위한 현금흐름의 Buffer를 확보한다는 의미로, 특정 시점의 변동성만을 반영할 경우 등급의 안정성은 크게 훼손될 수 있다.

관련참고자료

[코로나19 Pandemic 상황 하의 NICE신용평가 평가지침](#)
[코로나19확산이 항공운임채권 유동화에 미치는 영향](#)
[코로나19확산이 비금융업종 신용도에 미치는 영향](#)
[아시아나항공의 신용도 변동 이슈에 대한 NICE신용평가의 의견](#)
[아시아나항공 기업상세정보\(기업개요/평정요지/재무부표\)](#)

【유의사항】

NICE신용평가사에서 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가사의 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가사가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 '발간물')는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가사는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가사의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가사의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정매매, 보유 등을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가사는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가사는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가사는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가사에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가사의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가사의 사전 서면동의의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포, 재배포, 인용, 가공재가공, 인쇄재인쇄, 재판매 등 어떠한 형태의 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.