

CMBS 평가방법론 (2023)

2023.01.30

금융·구조화평가본부 노효선 선임애널리스트 ☎ 02-787-2298 hyosun.roh@kisrating.com
 이해광 애널리스트 ☎ 02-787-2246 haekwang.lee@kisrating.com
 김도선 실장 ☎ 02-787-2263 dosun.kim@kisrating.com

Executive Summary

본 평가방법론은 당사가 2018년 8월에 발표한 「CMBS 평가방법론」을 수정·보완한 것으로, CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)를 평가함에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 위험요소들(Risk Factors)을 추출하여, 이들에 대한 가정 및 분석을 통해 어떻게 신용등급을 결정하는지를 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 CMBS의 상환능력에 영향을 주는 요소 및 당사의 신용등급 결정방식 등에 대한 발행 관계 기관, 투자자 및 기타 이해관계자들의 이해를 돕는 것이다.

CMBS의 신용평가 과정을 이해하는 데 있어서 유념해야 할 것은 개별 거래의 고유성을 충분히 고려해야 한다는 점이다. 담보부동산은 입지조건, 부동산유형, 건축수준, 임대차 현황 등에 있어 독자적인 특성을 가지고 있고, 부동산의 해당 특성은 거래 구조에도 반영되므로, 신용평가 시 개별 거래의 특성에 대한 이해 및 적절한 접근방식의 선택이 주요할 수 있다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적인 접근방식을 기술하고 있는 것이며, 당사의 실제 신용등급에 적용함에 있어서는 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 본 평가방법론에 제시된 목표등급별 LTV 및 DSCR은 절대적인 평가의 기준이 아니며, 개별 부동산의 고유한 특성, 임대차 조건, 유동화 구조, 관련 계약의 내용 등에 대한 검토 결과에 따라서 상이하게 적용될 수 있다. 그리고 이러한 검토 과정에는 당사의 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.
- 본 평가방법론은 평가과정에서 통상적으로 고려되는 일반 요소들만 기술하고 있으며, 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 개별 거래의 특수성 등에 따라 여기에 언급된 주요 평가요소 이외에도 신용평가 일반론, Structured Finance 신용평가 일반론 및 기타 방법론 등에서 설명하고 있는 평가요소 및 분석방법이 추가적으로 감안될 수 있다. 따라서 본 평가방법론에서 소개된 분석방법 등이 모든 평가에 동일하게 적용되지 않을 수 있으며, 개별 거래에 따라서는 본 평가방법론 이외의 방법론이 병행하여 사용될 수 있다.
- 이로 인해 본 방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 신용등급과 실제 신용등급과는 차이가 있을 수 있고, 당사는 이러한 차이에 대하여 일체의 민형사상 책임을 부담하지 않으며, 개별 거래가 본 평가방법론에 기술된 모든 요소를 충족시키지 않는 경우에도 적절한 보완장치가 있다면 등급이 부여될 수 있다. 또한 평가방법론에서 제시된 평가요소들이 변동하더라도 즉각적인 신용등급 변경이 이어지는 것은 아니다.
- 당사의 신용등급은 장래의 상대적 신용위험에 관한 현재 시점에서의 의견이며, 신용등급 부여 시점에 예측할 수 없는 조세 및 법제도 변경 등과 관련한 위험은 고려하지 않는다.

적용대상

본 평가방법론은 상업용부동산 담보대출 및 이와 유사한 성격을 지닌 자산을 기초로 하는 유동화 및 금융상품 등의 신용평가에는 물론, 상업용부동산 담보대출 그 자체, 상업용부동산 담보대출을 투자대상자산으로 하는 펀드, 상업용부동산 담보대출과 관련한 구조화채권 등 다양한 금융상품의 신용평가 시에도 적용될 수 있다. 그러나 제반 금융의 특성 및 구조에 대한 검토결과보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 상업용부동산 담보대출과 관련된 금융상품이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 금융구조 등의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2018년 8월에 발표된 기존 CMBS 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인해 기존에 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- LTV 분석의 토대가 되는 부동산의 가치를 결정함에 있어, 감정평가액 및 주요 가정 등 감정평가보고서 상의 정보 활용 범위를 보다 구체적으로 기술하고, 사후관리 과정에 대한 설명을 일부 추가함으로써 당사의 분석 방법에 대해 보다 명확하게 이해할 수 있도록 하였다.
- 가독성을 높이기 위한 목적 등으로 일부 표현을 수정하였으나 실질 내용의 변동은 없으며, 불필요한 일부 내용을 삭제하였다.

Contents

- I. CMBS 의 개요 및 특징.....4
 - 1. CMBS 의 개념.....4
 - 2. 유동화 구조.....4
 - 3. CMBS 의 특징.....7
- II. 주요 평가요소 및 고려사항.....8
 - 1. 부동산 분석.....9
 - 1) NCF 의 개념9
 - 2) 개별 거래의 NCF10
 - 3) 현금흐름의 변동성11
 - 2. 채무자 및 금융구조 분석.....13
 - 3. Legal & Structural Considerations15
 - 1) 법률적 위험(Legal Risk).....15
 - 2) Refinancing Risk and Tail Period.....16
 - 3) 자산환장위험(Commingling Risk).....17
 - 4) 임대보증금 반환 및 전대차 관련 위험17
 - 5) 운영상의 위험(Servicing Risk)17
 - 6) 세제 관련 이슈(Tax Issues).....17
 - 4. LTV 및 DSCR 분석18
 - 1) LTV 의 개념.....18
 - 2) 부동산 가치에 영향을 주는 주요 요인19
 - 3) LTV 분석의 기초가 되는 부동산 가치의 결정20
 - 4) DSCR22
 - 5. 신용등급의 결정.....24
 - 1) Baseline LTV 기준 및 조정 LTV 기준의 결정24
 - 2) DSCR 수준 검토.....26
 - 3) 정성적 요인 추가 고려 및 최종등급의 결정26
- III. 사후관리.....27

I. CMBS의 개요 및 특징

1. CMBS의 개념

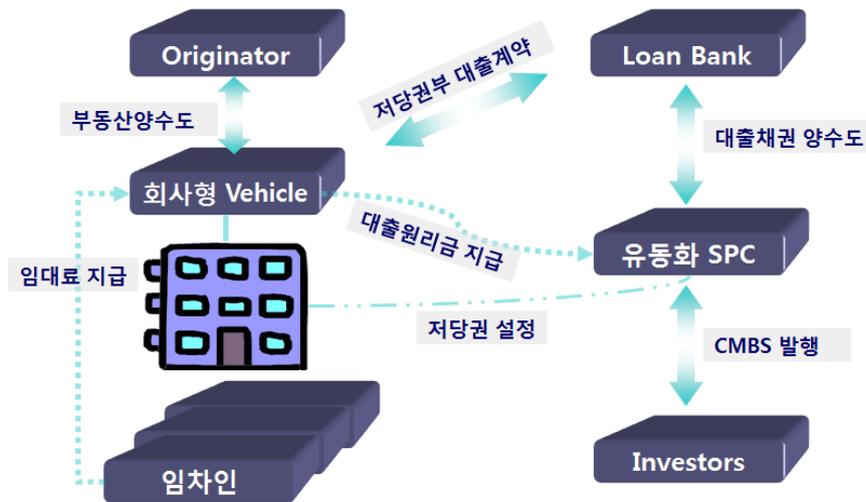
주택담보부대출채권을 기초자산으로 발행하는 유동화증권은 RMBS(Residential Mortgage-Backed Securities)라 하는데 반해, 상업용 부동산(Commercial Property) - 공장, 오피스빌딩, 상가, 호텔 등 임대를 통하여 수익을 발생시킬 수 있는 부동산 - 에 대한 저당권부 대출채권을 기초자산으로 하여 발행되는 유동화증권을 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)라 한다.

한편, 궁극적인 상환재원이 상업용 부동산에 기초한다는 측면에서 본 평가방법론에서는 상업용 부동산 담보신탁 제1종 수익권이 담보로 제공된 대출채권 유동화, 상업용 부동산 또는 상업용 부동산 신탁 제1종 수익권을 기초자산으로 발행되는 유동화증권도 CMBS의 범주에 포함한다.

2. 유동화 구조

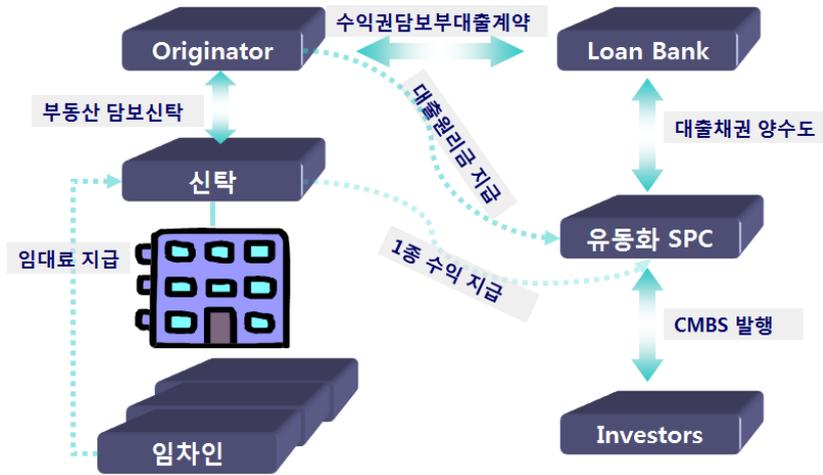
상업용 부동산을 기초자산으로 하는 CMBS 구조는 크게 네가지 유형으로 분류할 수 있다.

[그림 1] Structure 1 - 부동산 저당권부 대출채권 유동화 방식



미국에서 많이 이용되는 구조로 자산보유자(Originator)가 채무자 역할을 담당하는 회사형 Vehicle을 설립하여 보유하고 있는 상업용 부동산을 양도한 이후, 회사형 Vehicle이 금융기관으로부터 상업용 부동산 저당권부 대출을 실행 받으며, 유동화회사(이하 "SPC")는 동 채권금융기관으로부터 상업용 부동산 저당권부 대출채권을 양수하여 CMBS를 발행하는 구조이다. 채무자 역할을 하는 회사형 Vehicle은 명목회사로 설립하여 CMBS 이외의 차입을 제한한다.

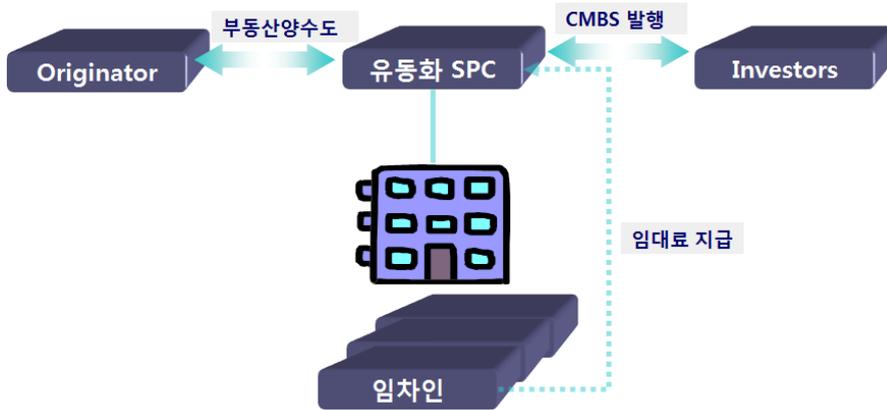
[그림 2] Structure 2 – 신탁수익권 담보부 대출채권 유동화 방식



상업용 부동산 신탁 제1종 수익권이 담보로 제공된 대출채권을 유동화하는 구조로서, 상업용 부동산의 소유권이 신탁회사로 이전 되기 때문에 자산보유자의 회생절차 개시나 파산 시에도 신탁된 부동산으로부터 변제를 받을 수 있다는 점과 임대료가 신탁회사로 직접 입금되기 때문에 자산혼장위험을 배제시킬 수 있다는 장점을 보유한다.

우리나라에서는 센트럴제일차유동화전문(유)가 이와 유사한 구조를 통해 유동화증권을 발행한 바 있다. 다만, 센트럴제일차유동화전문(유)의 경우 임차인으로부터 임대료를 자산보유자가 직접 수령하도록 허용함으로써 자산혼장위험에 노출되는 구조라는 차이점이 존재한다.

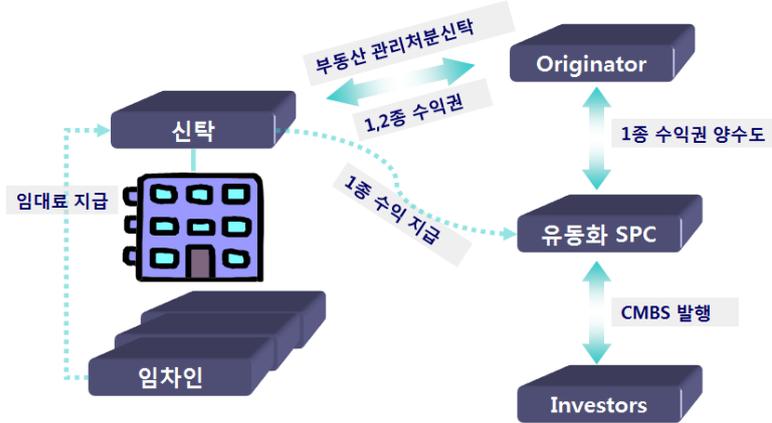
[그림 3] Structure 3 – 부동산 유동화 방식



SPC가 자산보유자로부터 직접 상업용 부동산을 매입하여 이를 기초자산으로 CMBS를 발행하고, 임차인들이 지급하는 임대료와 상업용 부동산 매각대금을 재원으로 CMBS를 상환하는 구조로서, 대출채권이 유동화 구조에 포함되어 있지 않기 때문에 엄밀한 의미에서 CMBS라고 보기 어려우나 상업용 부동산을 활용한 자금조달구조라는 큰 틀에서 CMBS로 분류하였다.

이러한 형태의 유동화는 1990년대 일본에서 부동산버블이 붕괴되어 구조조정기에 들어섰을 때 비영업용 부동산을 조기에 매각하면서 자금조달과 구조조정 효과를 동시에 얻기 위한 일종의 Sales and Lease-Back 형태의 부동산금융으로서 많이 활용된 바 있다. 국내에서는 뉴밀레니엄코람유동화전문(유), 뉴밀레니엄코람제이차유동화전문(유), 자이언트유동화전문(유) 등이 이러한 구조를 이용하여 유동화된 바 있다.

[그림 4] Structure 4 – 부동산 신탁 제1종 수익권 유동화 방식



자산보유자가 상업용 부동산을 신탁하여 발행된 부동산신탁 제1종 수익권을 SPC가 양수하여 유동화하는 구조이다. Structure 3과 마찬가지로 대출채권이 유동화 구조에 포함되어 있지는 않지만 상업용 부동산을 활용한 자금조달 구조라는 큰 틀에서 CMBS로 분류하였다. 국내에서는 카이제오차유동화전문(유), 새턴유동화전문(유) 등이 이러한 구조로 유동화되었다.

Structure 3과 Structure 4 모두 유동화증권의 이자는 기초자산인 부동산에서 발생하는 임대료로 지급된다. SPC 또는 신탁회사가 자산보유자와 포괄임대차(Master Lease) 계약을 체결하거나 다수의 임차인들과 개별적인 임대차계약을 체결하는 방식이 모두 활용될 수 있다.

자산보유자가 부동산을 계속해서 사용할 필요성이나 임대료 수익의 안정성 등을 고려해 포괄임대차계약이 선호되고는 있으나, 자산보유자의 신용도에 지나치게 의존하는 구조이므로 투자자 입장에서는 포괄임대차계약이 체결된다고 해서 반드시 유리한 것은 아니다. Structure 3과 Structure 4 모두 임차인의 신용도나 분산도가 높을 경우 포괄임대차계약이 체결되지 않더라도 구조화가 가능할 것으로 보인다.

[표1] Structure 별 특성 요약

구분	Structure 1	Structure 2	Structure 3	Structure 4
기초자산	저당권부 대출채권	신탁수익권 담보부 대출채권	부동산	신탁수익권
CMBS 이자지급재원	임대료, 대출이자	임대료, 대출이자	임대료	임대료
CMBS 원금지급재원	부동산, 대출원금	부동산, 대출원금	부동산	부동산
부동산 강제처분 개시시점	대출만기일	대출만기일	사전 설정	사전 설정
주요 부동산 강제처분방식	경매	공매	공매	공매
자산보유자의 권리	사용·수익권	제2종 수익권	후순위채권	제2종 수익권
유동화 목적	자금조달	자금조달	Off-Balance, 자금조달	Off-Balance, 자금조달

이상 네가지 유동화구조는 모두 큰 차이가 있으나 CMBS의 이자지급재원을 주로 부동산의 임대수익으로 마련하고 CMBS의 원금상환재원은 Refinancing 또는 부동산 처분을 통해 확보하는 등 원리금의 지급이 기본적으로 부동산에 기초하고 있다는 점에서 이를 모두 CMBS라는 범주로 분류하였다.

Structure 1과 Structure 2는 채무자에 대해서 상환청구권을 보유하고 있으며 부동산 강제처분이 대출만기일에 개시되고 자금조달이 주된 유동화의 목적이라는 점에서 Structure 3 및 Structure 4와 차이를 보인다. 또한 Structure 2 ~ Structure 4는 일반적으로 공매절차를 통해 부동산의 강제처분이 이루어지는 반면, 저당권에 의해 담보된 Structure 1의 경우 경매절차를 거쳐 처분되므로 상대적으로 장기간이 소요된다고 할 수 있다.

3. CMBS의 특징

CMBS는 부동산담보부 대출채권 유동화라는 점에서 RMBS와 유사하나, 상대적으로 개별 거래의 구조 및 부동산의 특징에 대한 분석이 중요시되며 구체적인 특징을 정리하면 아래와 같다.

첫째, RMBS와는 달리 CMBS의 경우 담보로 제공된 개별 부동산의 규모가 커서 지역별, 유형별 안정적인 포트폴리오 구성이 용이하지 않으며, CDO, 기업매출채권 등의 다른 유동화자산에 비해 유동성이 낮기 때문에 구조적인 통제장치가 필수적이다.

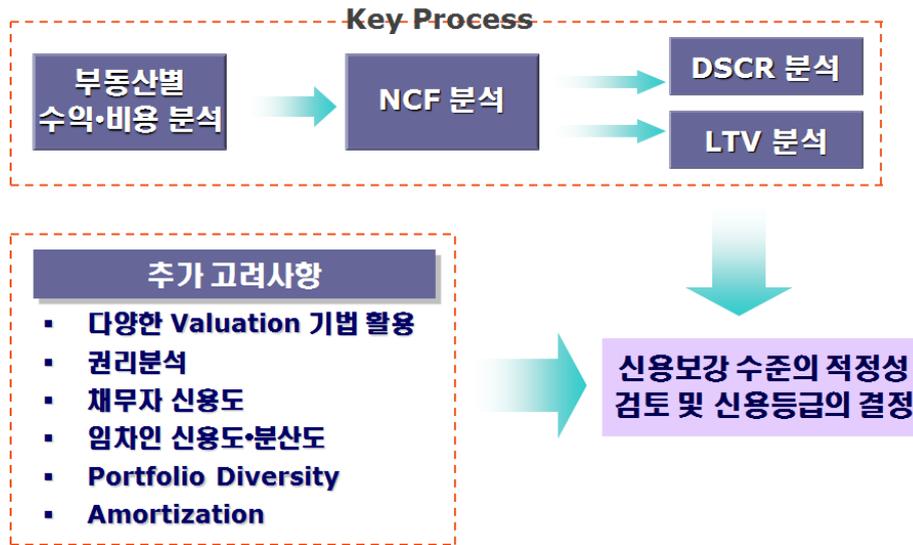
둘째, 유동화의 경제성을 파악하기 위하여 국세 및 지방세 세제에 대한 검토가 선행되어야 하는데, 단순히 Off-Balance 만을 위하여 부동산 유동화를 하기에는 취득등록세 부과와 구조화 비용 등으로 인해 경제성이 비교적 낮아 지금까지 부동산 관련 유동화가 활발하게 이루어지지는 않고 있다.

셋째, CMBS의 신용평가를 위해서는 부동산별 현금흐름 및 가치를 각각의 시장 상황을 고려하여 분석하여야 하는데, 자산에 대한 Historical Data 및 Market Data가 상대적으로 풍부하지 않기 때문에 개별 자산 분석 시 주의가 요구된다.

II. 주요 평가요소 및 고려사항

모든 CMBS 구조에 있어서 CMBS의 원리금은 궁극적으로 기초자산인 부동산으로부터 확보되기 때문에, 부동산으로부터 발생하는 현금흐름과 부동산의 가치가 CMBS의 상환능력을 좌우하는 기준이 되는 것으로 가정한다. 부동산의 강제처분은 Structure 1 과 Structure 2의 경우 대출만기일에 개시되는 반면, Structure 3과 Structure 4는 사전에 설정된 시점에 개시되는 것으로 가정하며, 강제처분절차의 경우 Structure 2 ~ Structure 4는 공매절차를 통해, Structure 1은 경매절차를 거쳐 이루어지는 것으로 가정한다.

[그림 5] CMBS 평가 과정



CMBS 상환가능성은 CMBS 기간 동안 부동산으로부터 발생할 것으로 예상되는 순현금유입액과 부동산의 처분가치를 기준으로 분석하며, 이러한 분석과정은 DSCR(Debt Service Coverage Ratio)과 LTV(Loan-To-Value)라는 평가요소로 집약할 수 있다.

먼저, 각 부동산별 수익·비용 등을 고려하여 NCF(Net Cash Flow)를 분석한 이후 일정기간 동안 발생하는 NCF를 CMBS 원리금 지급스케줄로 나누어 DSCR을 산출함으로써 CMBS 만기 이전 시점의 원리금(원금 일시상환 구조인 경우 이자만이 고려 대상이나, 원금 분할상환 구조인 경우 분할상환원금을 포함함) 지급능력을 분석한다.

다음으로, LTV 분석을 실시하는데, 해당 부동산의 LTV 수준을 파악하기 위해서는 부동산의 가치에 대한 판단이 선행되어야 한다. 당사는 감정평가보고서 상의 감정평가액(Appraisal Value)을 출발점으로 하여 LTV 분석에 적용하는 최종적인 부동산 가치의 수준을 판단하고 있다. 이 과정에서 당사는 감정평가액 뿐만 아니라 감정평가보고서 상 주요 가정과 임대차 등에 기반한 현금흐름 등을 바탕으로 평가시점의 부동산시장 여건 등을 감안하여 조정된 현금흐름, 할인율을 적용한 부동산의 가치를 LTV 분석의 기초로 사용할 수 있다.

DSCR과 LTV 분석이 일단락된 이후에는 이를 기초로 각 Tranche별 발행규모 및 신용보강수준이 목표 신용등급에 부합하는지를 판단한다. 이 때 입지요건, 부동산 유형, 건축수준, 현금흐름의 안정성, 해당 거래의 구조적 특징, 해당 거래 시점의 부동산경기 상황 등 개별 거래 고유의 특성도 고려하여 신용보강 수준의 적정성에 대한 검토가 이루어진다.

1. 부동산 분석

CMBS의 기초자산은 일반적으로 상업용부동산 담보부 대출채권이지만, CMBS 원리금 상환재원은 근본적으로 해당 상업용부동산의 현금흐름과 가치에 연동하므로 부동산 분석은 CMBS 신용평가에 있어서 중요한 요소이다.

부동산의 분석은 DSCR 및 LTV 분석의 선행조건이 되는 NCF를 분석하는 것을 중심으로 이루어지며, 이는 기본적으로 Historical Data에 기초하되 안정화(Stabilized)된 부동산 경기상황을 가정하여 이루어진다. 부동산의 현금흐름 분석은 장기적인 관점에서 지속가능한 NCF 수준에 대한 판단을 중심으로 이루어지며, 과거의 수입 및 비용 항목을 검토하여 일회성 요인을 제거하고 장기적인 관점에서 지속적으로 발생 가능한 수준을 기준으로 검토한다.

[그림 6] NCF 분석



1) NCF의 개념

NCF는 순영업이익(Net Operating Income; NOI)에서 부동산의 가치를 유지하거나 향상시키는데 사용되는 자본적 지출을 차감한 이후 NOI에서 차감된 감가상각비 등 비현금성 비용을 더하여 산출한다. DSCR이나 LTV를 계산하기 위해 NOI보다는 NCF를 사용하는 이유는 자본적 지출 등의 비용이 향후 부동산의 지속적인 현금흐름 창출을 위해 필요한 비용이기 때문이다.

감가상각비와 자본적 지출의 차이가 크지 않다면 NOI와 NCF의 차이도 두드러지지 않을 것이나, 일정한 규칙에 의해 계산되는 감가상각비와 보통 실제 발생하는 자본적 지출 간에는 차이가 발생하는 것이 일반적이다. 과거 자료를 통해 NCF의 주요 항목에 대한 과거 실적치와 자산보유자 혹은 감정평가법인이 제시한 NCF의 주요 항목에 대한 향후 추정치를 비교할 수 있을 뿐 아니라 대상 부동산의 현금흐름 특성에 대한 이해도를 높일 수 있기 때문에, 가능한 경우 과거 현금흐름의 실적자료를 함께 요청하여 주관회사, 자산보유자, 감정평가법인 등이 제시한 추정 현금흐름과 함께 분석한다.

미래의 자본적 지출의 경우, 신축된 지 얼마 지나지 않은 자산이나 가까운 과거 시점에 대규모 자본적 지출을 통해 가치가 증대된 자산이라면 과거자료를 통해 향후 부동산의 유지비용이나 자본적 지출이 크지 않을 것으로 예상할 수 있지만, 자산의 사용연수가 오래된 자산이라면 자본적 지출과 관련한 불확실성이 높을 수 있으므로 향후 자본적 지출 예상액 및 필요 유보금 수준에 대한 물리실사보고서 상의 권고사항을 살펴본다.

한편, NOI 및 NCF는 거래참여자의 목적, 관련 계약상 용도 등에 따라 다양한 방식으로 정의되고 사용된다는 점에 유의할 필요가 있다. 재무수치 작성 기준, 거래구조, 분석의 목적 등에 따라서는 NOI와 NCF 간의 차이가 크지 않거나, NCF를 대신하여 NOI를 사용하여도 무방한 경우가 있을 수 있다. 감사보고서 상의 현금흐름이 일반적으로 발생주의 회계를 기준으로 하여 작성되는 것과 달리, 상업용부동산 담보대출 거래와 관련하여 주관회사, 자산보유자, 감정평가법인 등이 제시하는 현금흐름은 현금주의 회계를 기초로 작성된 후 자산 유형 및 분석 목적에 따라 일부 수정이 이루어진다. 일례로, 미국 상업용 부동산 담보대출 거래에 있어서는 향후 자본적 지출과 관련하여 적절한 유보금이 사전에 확보되도록 하는 조항을 마련하는 경우가 많은데, 이러한 경우 현금주의 회계를 기초로 작성한 NOI를 기준으로 분석하는 것이 가능하다. 또 다른 예로, 국내 상업용 부동산 시장에서는 아직까지 부동산 운영경비, 자본적 지출 등과 관련한 정보가 충분히 공유되고 있지 않아, 대부분의 감정평가 또는 매매거래 시 일정한 가정

하에 현금주의 회계에 따라 산출한 NOI를 기준으로 가치 평가가 이루어지고 있다.

2) 개별 거래의 NCF

개별 거래의 NCF 분석¹을 위해서는 부동산에 대한 분석이 먼저 이루어져야 하며, 부동산 유형별로 현금유출입에 영향을 미치는 변수를 추출, 분석하여 지속가능한 현금 창출규모를 분석한다. 부동산의 현금흐름 분석에 있어서는 현재의 임대차계약조건, 공실률, 임차인 구성 등도 중요하지만, 해당 지역내 수급전망, 부동산의 경쟁력, 시장 임대료 수준, 임대차계약 연장 가능성 등에 대해서도 다각적인 분석이 필요하다.

현재의 임대차계약상 임대료 수준 또는 공실률이 시장임대료 수준을 상회 또는 하회하는 경우, 부동산의 질적 특성, 경쟁환경 등을 고려하여 장기적인 관점에서 전망을 분석해야 하며, 그 분석 결과에 따라서 관련 변수를 조정하여 자산보유자, 감정평가법인 등 거래참여기관이 제시한 현금흐름을 조정하여 평가에 반영할 수 있다.

부동산 운영과 관련한 비용 및 자본적 지출규모 또한 해당 부동산의 특성, 과거의 실적, 유사 부동산 또는 경쟁 부동산의 비용 구조 등을 고려하여 검토하며, 비경상적으로 발생하는 자본적 지출 또한 장기적인 관점에서 Normalize하여 현금흐름에 반영할 수 있다. 해당 부동산의 근본적인 가치를 보존하기 위해서는 적절한 비용집행 및 자본적 지출을 통해 경쟁력이 유지될 수 있어야 한다.

지속가능한 순현금흐름 규모를 예측하기 위해서는 예측 시점이 부동산 경기 순환 주기의 어디쯤에 있는지에 대한 판단도 필요하다. 부동산 경기 순환의 정점에서 과거의 실적에 지나치게 의존하여 추정하는 경우, 순현금흐름 추정치가 과대 계상될 가능성이 있으므로 지역 내 부동산 수급전망 및 해당 부동산의 장래 경쟁력을 고려하여 분석이 이루어질 필요가 있다. 다만, 지역 및 물건 유형에 따라서 경기순환의 주기가 다를 수 있고, 객관적인 자료를 기초로 합리적으로 판단하더라도 부동산 경기순환 주기 상 위치를 파악하는 것은 매우 어려운 일이므로 신용등급의 안정성 및 비교가능성 제고를 위하여 각 Vintage별 상대적인 위험수준을 가능하는 보완적인 정성적 평가요소로서 반영될 수 있다.

당해 부동산의 임대수익² 창출능력은 임대료 수준과 공실률로부터 직접적인 영향을 받으며, 임대료 수준과 공실률은 유형별 임대 시장의 동향 및 경기전망, 개별 부동산의 입지 여건 및 특성, 지역별 부동산의 수급상황, 임차인과의 계약 현황 및 계약 관행, 당해 부동산에 속한 임차인의 집중도와 신용도, 과거실적 및 추세 등을 고려하여 분석한다. 한편, 국내부동산시장과 같이 임대차계약 조건 상 상당한 규모의 임대보증금이 존재하는 경우에는 임대보증금 운용수익을 임대료 수입에 합산하여 분석할 수 있다.

비용 측면에서는 자산관리수수료, 부동산 보유세 및 각종 부담금, 손해보험료, 유지보수비용 등의 경상적 지출뿐만 아니라, 비경상적인 자본적 지출이나 임대중개수수료 등도 현금흐름에 영향을 미치는 요소로 고려된다.

개별 자산의 현금흐름 분석 시, 장기간의 과거 현금흐름의 실적자료가 있다면 이를 주관회사, 자산보유자, 감정평가법인 등이 제시한 추정 현금흐름과 비교하여 제시된 추정 현금흐름에 보다 높은 안정성을 부여할 수 있으며, 과거 자료가 부족한 경우 상대적으로 변동성이 높은 것으로 간주될 수 있다. 또한, 현금흐름 분석에 있어서 해당 부동산에 적합한 시나리오 분석이 수행될 수 있다.

¹ 앞에서 언급한 바와 같이 NCF를 대신하여 NOI를 사용하여도 무방하거나 보다 합리적인 경우, NOI 분석이라고 할 수 있으며, 이하 본 방법론에서 동일하다.

² m^2 임대료 × 임대면적 × (1-공실률) + 기타수입(주차료 등) + 임대보증금 운용수익(국내시장 기준)

3) 현금흐름의 변동성

부동산 유형에 따라서 입지유형, 임대차계약 관행, 자본적 지출 부담, 운영비용 부담, 신축기간 등에 차이가 있으며, 이러한 특성 차이로 개별 자산의 현금흐름 변동성은 해당 물건의 유형에 따라 상당한 차이를 보인다. 일반적으로 임대용 주택, 산업용 부동산, 소매판매시설, 업무용 사무실, 호텔 등의 순으로 변동성이 증가하는 것으로 보이나, 이는 일반적인 특성을 고려한 것이며 위험 수준에 대한 판단은 개별 부동산의 고유 특성을 반영하여 이루어진다. 임대용 주택을 제외한 4가지 자산 유형과 관련하여 현금흐름의 변동성 측면에서 고려하는 물건 유형별 주요 특성은 아래와 같다.

- 산업용 부동산** : 물류, 창고, 서비스, 제조, IT 등의 용도로 사용되는 부동산을 가리키며, 현금흐름의 변동성은 상대적으로 작은 편이다. 이러한 유형의 부동산은 대부분 맞춤 형태로 건설되고 건축에 소요되는 투자비용이나 유지보수 비용 또한 크지 않다. 또한 신축에 소요되는 기간이 짧고 수요가 감소할 경우 공정을 일시적으로 중지할 수 있는 이점이 있어 수요와 공급의 균형이 여타 자산유형에 비해 쉽게 이루어진다. 게다가, 임차인들이 소유한 장비가 주로 고가이기 때문에 잦은 이동을 억제하는 효과를 발휘하여 임차인들로 하여금 장기임차를 선호하도록 하는 유인으로 작용한다.

산업용 부동산의 수요에 영향을 미치는 요소는 제조·도매·물류·운송·소매 부문의 고용추이, 경제기반, 인구동향 등이며, 공급에 영향을 미치는 요소는 개발가능부지, 개발승인 절차 등이다. 대도시 주변지역은 방대한 수송체계뿐만 아니라 거대한 노동력을 갖추고 있기 때문에 양호한 입지조건을 갖춘 것으로 인식되며, 특히 고속도로, 항공, 항만 등의 합류지는 대규모 유통업자나 제조업자가 가장 선호하는 지역이다. 반면, 소도시 인근지역, 단독의 입지조건 등은 잠재적인 임차인의 수가 많지 않기 때문에 신규 임차인을 구하는 것이 용이하지 않을 것이다.

- 소매판매시설** : 일반적으로 현금흐름의 변동성이 다소 큰 편이다. 임차인의 신용도, 매장의 타겟 고객층, 운영규모 등에 따라 차이가 있겠지만, 대체로 임대료가 고정비 부담으로 작용하므로 경기악화에 따른 매출감소나 물가상승에 따른 관리비부담 증가가 임차인의 지급능력 저하와 연결될 수도 있다.

소매판매시설 분석의 주요 요소는 매출생산성, 점유율, 시장지배력, 상권, 매출액 대비 임대료와 관리비 지출비중 등이다. 이 중 해당 상가의 매출액 대비 임대료와 관리비 지출비중은 상가 분석에 있어서 핵심적인 요소로서 임차인이 기꺼이 지불할 수 있는 지속 가능한 임대료 수준에 대해 많은 시사점을 제공한다. 해당 상가의 매출감소는 동 지출비중의 상승을 초래함으로써 연체나 임대료 하향조정 가능성을 높일 수 있으며, 반대의 경우 임대료 수입이 보다 안정적이라 할 것이고 임대차계약의 갱신 시점에 임대료 수준을 올릴 수 있는 여지가 클 수 있다.

- 사무실용 부동산** : 건물 신축에 소요되는 기간이 길기 때문에 수요와 공급이 불일치할 가능성이 높아 임대료 수준이나 공실률의 진폭이 상당히 크게 나타날 수 있으며, 건물의 기능적 노후화를 개선하기 위한 자본적 지출로 상당한 자금이 소요되기 때문에 평균 이상의 현금흐름 변동성을 가진다.

오피스 임차 수요에 영향을 미치는 요소는 경제기반, 대도시 주변의 인구통계, 금융·부동산·서비스 부문의 고용동향 등이고, 공급에 영향을 미치는 요소는 개발부지, 개발승인절차 등이다. 사무실 임대료 수준이나 시세는 장기적으로 물가상승을 반영하는 수준에서 결정되겠지만, 신축에 소요되는 장기간의 리드타임으로 인해 주어진 기간 동안에는 수요와 공급에 더 의존할 수 있다.

- 호텔** : 현금흐름의 변동성이 큰 자산으로 분류되는데, 이는 여타 자산유형과는 달리 객실운영이 장기임대차계약이 아닌 일 기준으로 이루어지며, 영업비용부담률이 높은 수준이고 고정비 비중이 커서 경기변동에 따른 변동성이 크기 때문이다. 뿐만 아니라 높은 고객 회전율로 인해 경쟁력 유지 차원에서 상당한 수준의 자본적 지출이 필요하다.

호텔의 수입은 객실과 식음료매출이 대부분을 차지하며 호텔이 지향하는 경영전략에 따라 부문별 매출구성은 호텔별로 큰 차이를 보이기 때문에 대체로 각 부문별 매출비중은 과거 실적을 토대로 분석하게 된다. 수입과 비용은 모든 객실

(Per Available Room) 또는 점유된 객실(Per Occupied Room)을 기준으로 분석이 이루어진다. 과거 실적 분석 시에는 월드컵과 같은 일회성 이벤트로 인한 수입은 차감요인으로 작용하는 반면, 최근의 경영정책 변화나 신규투자 등에 따른 수입 증가는 지속 가능한 것으로 간주하여 분석하게 된다.

2. 채무자 및 금융구조 분석

일반적으로 CMBS에 있어서 채무자 분석은 기업평가와는 달리 채무자 역할을 하는 Vehicle³이 명목회사로 설립되어 있는지, 다시 말해 채무자의 상환능력은 부동산의 현금흐름 및 가치에 의해서만 결정되고, 부동산에 내재된 위험 이외의 요인이 채무자에게 영향을 미칠 가능성은 없는지에 분석의 초점이 맞춰진다.

채무자가 담보부동산 취득 및 운영 이외에 다른 사업을 영위하거나, 채무자에게 제3의 채권자가 존재한다면, 담보부동산에 내재한 위험 이외의 요인이 해당 거래에 영향을 미칠 수 있으며 제3의 채권자의 권리행사 등으로 담보부동산으로부터의 현금흐름이 CMBS 원리금 상황에 사용되지 못하거나 담보부 대출채권의 대주인 SPC의 담보권 행사가 제한될 위험을 배제하기 어렵다. 따라서, 채무자의 목적사업은 담보부동산의 취득, 운영으로 한정되어야 하며, 추가 차입 혹은 담보제공은 일반적으로 엄격하게 통제된다.

채무자 분석을 통해 부동산에 내재한 위험 이외의 요인이 해당 거래에 영향을 미칠 수 있다고 판단되는 경우, 추가적인 보강수단이 없는 신용등급 부여가 어려울 수도 있다. 채무자 통제에 관한 분석 이외에 대출채권의 조건, 포트폴리오의 특성 등 금융구조의 차이도 개별 거래에 대한 분석에 영향을 미칠 수 있으며, 이와 관련한 주요 분석 요소는 다음과 같다.

- 채무자에 대한 주요 통제 장치** : 채무자에 대한 주요 통제 장치는 다음과 같다. 우선 채무자는 CMBS 관련 담보부 차입을 통해 대상 부동산을 취득하고 이를 운영하기 위해 설립된 특수목적기구로서, 추가 사업, 추가 채무부담, 추가 담보 제공은 일반적으로 금지된다. 추가적으로, 상근 임원 또는 직원이 없어야 하고, 자본 감소, 추가 지분증권 발행, 주주 또는 이사회 구성 변경, 합병/분사/분할 등 기업구조조정, 파산 신청, 기업회생절차 개시 신청, 정관 변경 또한 허용되지 않는다.

이러한 통제장치는 가능한 범위 내에서 정관에 분명히 기재하는 것이 바람직하다. 다만, 채무자의 주주 구성, 이사회 구성 등을 고려할 때 정관에 명기하지 않더라도 실질적인 통제가 가능한 경우에는 관련 조항의 표현 수위가 달라질 수 있고, 정관 이외의 계약서 혹은 협약서에 반영하는 것도 가능할 것으로 판단한다⁴.

- 주요 거래 당사자 간의 협약** : 채무자가 부동산 취득을 위한 자금의 일부를 후순위 차입금, 자본금 등의 형태로 조달하는 경우, 선순위 담보부 대출채권의 대주인 SPC와 후순위대주 혹은 채무자의 주주 사이에 이해상충⁵이 발생할 수 있다. 이와 관련하여 선순위대주와 후순위대주간 채권자간 협약서(Intercreditor Agreement)⁶ 혹은 선순위대주와 주주 간 투자자 협약서(Investors Agreement) 등을 통해 채무자 계좌의 자금인출 순위, 배당 제한 등을 명확히 함으로써 선순위 대주의 권리를 보호해야 하며, 필요한 경우 신탁 등을 통해 매각절차나 매각가격을 사전에 설정하여 중립적인 기관에

³ 상업용 부동산 금융과 관련한 채무자 통제가 어느 정도 표준화된 해외 시장과 달리 국내에는 유동화전문유한회사 이외의 Vehicle이 사용된 사례는 많지 않다. 다만, 부동산투자회사법상 부동산 투자회사(REITs) 및 자본시장법상 부동산집합투자기구(부동산 펀드)를 통한 부동산 간접투자가 증가하는 가운데, 부동산 펀드 투자의 축이 PF대출에서 실물에 대한 직접투자 쪽으로 이동하며 거래 당사자간 약정 및 관련 법률에 의해 통제가 이루어지는 부동산 펀드가 부동산 담보부 대출의 채무자가 되는 사례가 늘고 있다. 전통적인 투자신탁 및 주식회사 이외에도 유한회사, 합자회사, 조합 등 상법과 민법상 상정이 가능한 거의 모든 기구(Vehicle)가 자본시장법상 집합투자기구로 허용되어 있는데, 집합투자기구의 Vehicle 유형, 부동산 펀드 관련 계약 조건 등에 따라 명목회사 여부 판단의 기준은 조금 달라질 수 있다.

⁴ 국내 부동산금융관행을 기준으로 일례를 들면 채무자가 실질적으로 SPC의 통제 하에 있는 경우, 이사회 결의의 정족수를 높은 수준으로 정하거나, 주요 의사결정을 주주총회 특별결의 사항으로 명기하는 방식의 통제가 가능하다.

⁵ 담보부동산을 처분함에 있어서, 선순위 담보부 대출채권 원리금의 적시 상환을 위해 낮은 가격으로 빠른 매각을 추진하는 경우, 후순위 대주 또는 채무자의 주주에게는 손실이 발생할 수 있고, 반대로 후순위 대주 또는 채무자의 주주의 손실을 최소화하기 위해 매각이 지연된다면 후순위 대출 혹은 자본이 선순위 채권의 신용보강으로서의 의의를 잃게 된다. 또한, 후순위 저당권자가 있는 경우 선순위 저당권자의 의사와 관계없이 부동산 매각절차가 개시될 수도 있다.

⁶ 국내 금융관행에서는 선순위 대주의 대출채권 및 담보권이 후순위 대주 대비 우선하며, 선순위 대출 원리금이 전액 상환되기 이전에는 후순위 대주의 채권추심, 기한의 이익 상실 선언, 채무자에 대한 파산 또는 회생절차 신청 등 선순위 대주의 권리나 이익을 침해하는 행위가 금지됨에 동의한다는 내용이 일반적으로 포함되는 반면, 해외 상업용부동산 금융시장에서는 각자의 담보권 구분, 담보권 행사와 관련한 절차 및 상호간의 권리 의무관계를 규정하는 내용이 포함되는 등 시장에 따라 계약의 내용은 상이하다.

의해 주요 거래당사자의 이해관계로부터 독립적으로 부동산 매각을 진행하도록 해야 한다.

- **분할상환(Amortization Loan)** : 분할상환하는 대출채권의 경우 시간의 경과와 함께 LTV가 지속적으로 하락하는 효과를 보여주기 때문에 다른 조건이 동일할 경우 만기일시상환하는 대출채권 대비 신용위험이 낮은 것으로 이해할 수 있다. 만기일시상환 대출구조는 분할상환 대출구조와 비교시 만기 시점 이전의 부도확률은 낮게 유지될 수 있는 반면, Refinancing 가능 규모가 만기 시점의 시장성이나 금리에 의존하기 때문에 만기 시점의 부도확률은 더 높게 나타날 것이다. 따라서 대출기간 동안 상당한 수준의 원금분할상환이 이루어지는 경우 현금흐름의 확실성이 높은 초기년도에 일정 수준 이상의 원금상환이 이루어짐으로써 채무자의 부동산에 대한 지분을 높이고 신용보강수준을 자연스럽게 높이는 효과가 있다. 높은 수준의 채무자 지분은 채무자로 하여금 자산관리에 더욱 최선을 다하고 해당 자산에 대해서 지속적인 투자를 할 수 있도록 동기부여를 제공하는 역할을 담당하므로 긍정적인 효과가 있다.
- **상호담보(Cross-Collateralization Loan)** : 대출채권 간에 담보자산을 공유할 경우 내부적인 요인에 의한 신용보강 효과를 발휘할 수 있기 때문에 긍정적인 요소로 작용한다.
- **포트폴리오 효과** : 복수의 부동산이 실질적인 공동담보로 기능하는 거래에 대해서는 전체 풀에 대한 전반적인 평가가 추가적으로 이루어질 수 있다. 자산 유형에 따라서는 포트폴리오 구성에 따라 운영효율성이 제고되기도 하며, 이러한 자산 포트폴리오 거래 시에는 개별 자산 거래 대비 추가적인 프리미엄이 인정될 수 있다. 또한 자산유형과 지역적 분포 다각화에 따른 Pooling 효과는 전체 Pool의 가치 및 현금흐름의 안정성을 제고할 수 있다는 측면에서 긍정적인 요소로 작용한다.

3. Legal & Structural Considerations

1) 법률적 위험(Legal Risk)

우리나라에서는 유동화자산의 직접적인 양도행위가 「자산유동화법」 제13조(양도의 방식)에서 정한 기준을 충족시키는 경우 이를 담보권의 설정이 아닌 진정한 양도로 해석하는 것이 일반적이다. 따라서 Structure 1이나 Structure 3의 구조와 같이 부동산의 직접적인 양도가 「자산유동화법」 제13조에서 정한 기준을 충족하여 진정한 양도로 해석된다면 유동화자산은 자산보유자의 신용 위험으로부터 절연될 수 있을 것이다.

Structure 2나 Structure 4와 같이 신탁에 의한 소유권 이전의 경우에도 「자산유동화법」 제13조가 진정한 양도 여부를 판단하기 위한 기준이 되겠지만 부동산의 관리처분신탁에 대한 2001년 7월 13일의 대법원 판결⁷에 따르면 담보 목적의 신탁으로 해석된다 하더라도 신탁에 의해 신탁 부동산의 소유권은 수탁자에게 귀속되고 회생계획의 제한을 받지 않는다고 볼 수 있다. 이와 동일한 취지의 판결⁸이 뒤따른 것으로 보아 판결의 일관성 또한 예상할 수 있을 것으로 판단된다.

그런데 「신탁법」 제8조는 ‘채무자가 채권자를 해함을 알고 신탁을 설정한 경우 채권자는 수탁자가 선의일지라도 「민법」 제406조 제1항⁹의 취소 및 원상회복을 청구할 수 있도록’ 규정하고 있기 때문에, 신탁이 자산보유자의 채권자를 해할 목적으로 설정된 사해신탁으로 해석되어 신탁거래가 취소된다면 수익자가 자산보유자에 대한 채권자¹⁰로서 간주될 위험을 배제할 수는 없다. 하지만, 채권자 취소권이 성립되기 위해서는 사해행위가 존재해야 하고, 채무자인 자산위탁자와 수익자의 악의가 입증되어야 하나, 수익자인 SPC가 악의로 신탁거래에 참여할 유인은 거의 없을 것이고 정당한 신탁의 대가¹¹가 지급되었다면 정정상 사해신탁으로 해석될 가능성은 희박할 것으로 생각된다.

한편, Structure 2와 같은 담보부 대출채권 구조¹²는 채무재조정 위험에 노출되어 있다. 「기업구조조정촉진법」(이하 “기촉법”)상 대출채권은 채무재조정의 대상이 될 수 있으며, 대출채권이 「기촉법」상 채무재조정¹³의 대상이 되어 대출채권의 내용이 변경된다면 피담보채권의 범위 내에서만 담보권의 실행이 가능하기 때문에 담보권 행사에 제한을 받게 되며 CMBS 원금 상환재원 확보를 위한 부동산의 처분에 있어서 적시성을 상실할 수도 있다.

「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에는 채무자에 대한 채무조정이 보증인이나 제3자가 제공한 담보에는 적용되지 않는다는 명시적인 규정을 두고 있으나 「기촉법」에는 이러한 조항이 존재하지 않기 때문에, 담보부 대출채권 구조의 CMBS는 「기촉법」에 따른 법률적 위험에서 자유로울 수 없다.

⁷ 대법원 2001다9267판결. 이 판결의 요지는 다음과 같다. “신탁자가 채무의 담보를 위하여 자기 소유의 부동산에 대하여 수탁자와 담보신탁용 부동산관리처분신탁계약을 체결하여 채권자에게 신탁원본 우선수익권을 부여하고 수탁자 앞으로 신탁을 원인으로 한 소유권이전등기를 경료하였다면 신탁에 의하여 신탁부동산의 소유권은 수탁자에게 귀속되었으며, 그 후 신탁자에 대한 회사정리절차가 개시된 경우 채권자가 가지는 우선수익권은 「회사정리법」 제240조 제2항에서 말하는 ‘정리회사 이외의 자가 정리채권자 또는 정리담보권자를 위하여 제공한 담보’에 해당하여 정리계획이 여기에 영향을 미칠 수 없다고 할 것이다”.

⁸ 대법원 2002다49484판결, 대법원 2003다18685판결

⁹ 「민법」 제406조 제1항 : “채무자가 채권자를 해함을 알고 재산권을 목적으로 한 법률행위를 한 때에는 채권자는 그 취소 및 원상회복을 법원에 청구할 수 있다. 그러나 그 행위로 인하여 이익을 받은 자나 전득한 자가 그 행위 또는 전득 당시에 채권자를 해함을 알지 못한 경우에는 그러하지 아니하다.”

¹⁰ 이러한 경우 수익자는 자산위탁자에 대해 수익권 인수대가의 반환청구권을 보유하게 될 것이다.

¹¹ 자산위탁자는 신탁의 대가로서 대가 선순위 수익권증서 대금 및 후순위 수익권증서를 지급받는다. 따라서 신탁대가가 적정한지의 판단기준은 선순위 수익권증서 인수대금의 적정성이 될 것이다.

¹² 물론 Structure 1 또한 담보부대출채권을 유동화한 구조이기는 하지만, 채무자인 회사형 Vehicle이 Paper Company로 운영된다면, 「기업구조조정촉진법」 관련 위험은 회피 가능할 것이다.

¹³ 채무재조정이란, 상환기일 연장, 원리금 감면, 대출금의 출자전환, 그 밖에 이에 준하는 방법으로 채무의 내용을 조정하는 것을 말한다. 「기업구조조정촉진법」 제17조에 따르면, 채무재조에 대한 금융채권자협의회의 의결은 금융채권자관의 총담보채권액 중 75% 이상의 담보채권을 보유한 금융채권자가 찬성하여야 그 효력이 있다.

「기촉법」 제17조에 따르면 채무재조정에 대한 금융채권자협의회 의결은 채권금융기관의 총 담보채권액 중 4분의 3 이상의 담보채권을 보유한 금융채권자가 찬성하여야 그 효력이 있다. 따라서 대출채권을 보유하고 있는 SPC의 담보채권 지분이 4분의 1 미만일 경우, SPC가 금융채권자협의회 채무재조정에 대한 의결을 받아들일 수밖에 없기 때문에 「기촉법」에 따른 법률적 위험은 중요한 이슈가 된다.

유동화자산의 진정한 양도, 채무자 및/또는 SPC의 통제, 거래참가자의 도산으로부터의 절연, 담보권 확보 및 행사와 관련한 계약서의 법적 구속력 등 다양한 법률 이슈가 CMBS에 영향을 미칠 수 있으므로, 해당 위험에 대한 점검 내지는 위험의 최소화가 중요하다. 개별 거래 별로 정도의 차이는 있을 수 있으나 법률위험의 유무 및 적절한 보완장치 확보 여부에 대해서는 관련 판례, 법무법인의 의견, 규제당국의 정책, 과거 사례 등을 고려하여 판단한다.

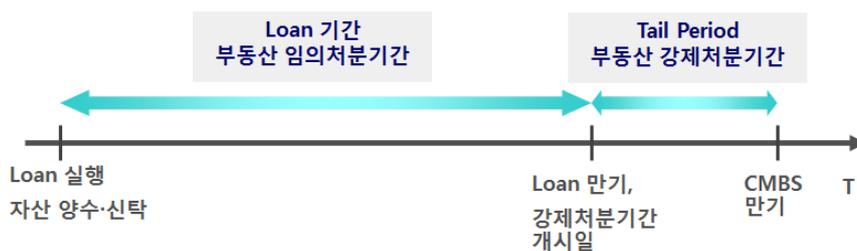
2) Refinancing Risk and Tail Period

Structure 1이나 Structure 2 구조의 경우 기본적인 자산인 대출채권은 대부분 만기 시점에 일시 상환되기 때문에 해당 시점에 자체자금이나 Refinancing을 통해 상환 자금을 마련하며, Structure 3이나 Structure 4와 같이 부동산을 직접 유동화한 경우에도 Refinancing이나 부동산 처분을 통해 CMBS의 상환재원을 마련해야 한다. 그런데 시장금리의 급등, 부동산 경기의 후퇴 등 시장 상황이 악화될 경우 Refinancing이나 부동산처분에 실패할 수 있으며, 이는 곧바로 CMBS의 채무불이행과 직결된다.

따라서 CMBS 구조 하에서는 CMBS의 만기를 콜옵션 행사 가능일인 예상만기와 법정만기로 구분하여 예상만기일로부터 법정만기일까지의 기간을 부동산의 강제처분기간(Tail Period)으로 설정함으로써, 예상만기에 Refinancing에 실패하거나 촉박한 일정으로 인해 부동산이 헐값에 처분되는 위험에 대비하여 부동산 매각을 위한 충분한 기간을 확보하도록 하고 있다.

담보부대출채권 유동화의 Tail Period는 대출채권의 만기로부터 CMBS 만기까지의 기간을 가리키며, 부동산을 직접 유동화하거나 부동산 신탁 제1종 수익권을 유동화하는 경우의 Tail Period는 부동산의 임의처분기간 만료일로부터 CMBS의 만기까지의 기간을 가리킨다.

[그림 7] Tail Period



대출채권이 예상 만기에 정상적으로 상환되거나 부동산이 임의처분기간 내에 매각된다면 SPC는 콜옵션을 행사하여 CMBS를 상환하며 그렇지 않을 경우에는 법정 만기 시점까지 부동산을 매각하여 부동산 강제처분대금으로 CMBS를 상환하게 된다.

Tail Period 기간은 CMBS의 목표등급, 부동산 신탁 계약에 따른 부동산 매각관련 조건, 부동산의 처분방식, 부동산 유형별 시장성 등에 좌우된다. 부동산의 처분방식으로는 공매, 수익계약, 법원의 경매 등이 있으며, 각 절차별로 부동산 매각에 소요되는 기간에 대한 검토가 필요하다. 특히, 저당권부 대출채권을 유동화한 경우라면 최종적인 방법은 법원의 경매라고 할 수 있기 때문에 각 지역별 경매기간에 대한 사전검토가 필요할 것이다. 적절한 Tail Period는 부동산의 규모, 매각방식 및 절차, 시장상황 등 개별 거래의 특성에 따라 상이하겠지만, 대개 1~2년 정도로 설정되는 것이 일반적이다.

3) 자산혼장위험(Commingling Risk)

[그림 8] 자산혼장위험



Structure 2 ~ 4의 경우 수탁자나 SPC가 임차인들로부터 직접 임대료를 수령하기 때문에 자산혼장위험은 부각되지 않는다. 반면, 회사형 Vehicle의 설립 없이 채무자가 직접 저당권부 대출을 실행 받는 경우에는 채무자가 직접 임차인으로부터 임대료를 지급받아 관리하면서 대출원리금을 지급하게 되므로, 채무자의 신용위험으로부터 분리되지 않는다.

자산보유자의 신용도가 CMBS의 목표등급 이상이라면 이러한 자산혼장위험이 크게 부각되지 않을 수도 있겠지만, 그렇지 않다면 CMBS의 원리금을 안정적으로 지급하기 위한 장치가 마련되어야 한다. 일정 기간(대개 Tail Period와 일치) 동안 지급되어야 할 CMBS 이자 상당액을 유보하는 방법이 통제장치의 일례라 할 수 있다.

4) 임대보증금 반환 및 전대차 관련 위험

임대차계약상 임대보증금이 존재하는 경우에는 임차인은 자신이 보유하는 임대보증금 반환채권을 담보하기 위해 해당 부동산에 대해 전세권이나 저당권을 설정할 수 있으며, 임대보증금을 반환 받지 못할 경우 전세권이나 저당권을 실행하여 해당 보증금을 회수하게 된다. 따라서 이러한 요구에 응하기 위해서 임대차계약의 만료 또는 해지시 반환해야 할 임대보증금을 유보하거나 별도의 유동성보강장치를 마련한다.

한편, SPC나 신탁이 자산보유자와 포괄임대차계약을 체결하는 경우 등에는 전대차보증금 반환과 관련한 통제장치가 마련된다. 일반적으로 전대보증금의 규모를 임대보증금 한도 이내로 제한하는 한편, 자산보유자가 제3자와 전대차계약을 체결하여 전대하는 경우 전차인의 전차보증금 반환청구는 전대인에게만 할 수 있으며 부동산 소유주에게는 행사할 수 없음을 명시하고 전대는 SPC의 동의 하에서만 가능하도록 하는 등의 통제가 일반적으로 이루어진다.

5) 운영상의 위험(Servicing Risk)

임차인의 모집·관리, 건물 유지·관리, 부동산 강제처분절차 수행 등 부동산 관리에 관한 충분한 경험을 가진 Servicer가 필요하다. 담보부대출채권의 경우 연체가 발생하거나 기한이익이 상실되는 경우에 채권추심, 담보부동산의 처분 등 적극적인 채권 관리가 필요한데, 적절치 못한 대출채권의 조건 변경, 담보부동산 매각 시점의 실기 등은 CMBS의 상환 위험을 초래할 수 있다.

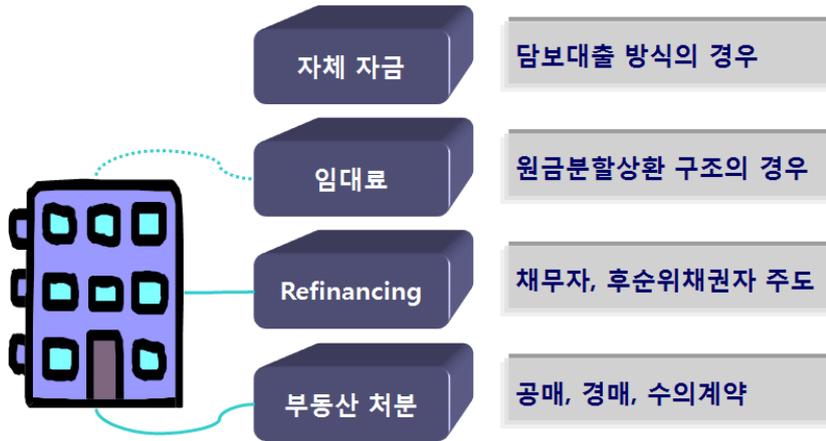
6) 세제 관련 이슈(Tax Issues)

부동산 취득, 보유 및 매각과 관련하여 채무자 또는 SPC에게 부과되는 제세공과금이 유동화의 현금흐름에 영향을 미칠 수 있다. 특히, 취득·등록세, 재산세, 법인세(운영이익 및 매각시) 등 부동산과 관련한 조세 효과는 매입주체 및 매입방식에 따라 상이하므로 주의가 필요하다. 또한, 부동산 소유와 관련된 각종 보유세 및 분담금 등도 검토해야 할 사항이다.

4. LTV 및 DSCR 분석

CMBS의 원금은 Structure 1과 Structure 2와 같은 담보대출 구조의 경우 채무자의 자체자금으로도 상환되며 원금분할상환 구조라면 임대료로써 분할상환되기도 하지만, CMBS 구조는 기본적으로 부동산을 활용한 Refinancing이나 부동산 강제처분대금으로 상환이 이루어진다고 할 수 있다. 따라서 부동산의 가치를 기준으로 산출되는 LTV 수준이 CMBS의 원금상환능력의 중요한 잣대로써 활용되고 있다.

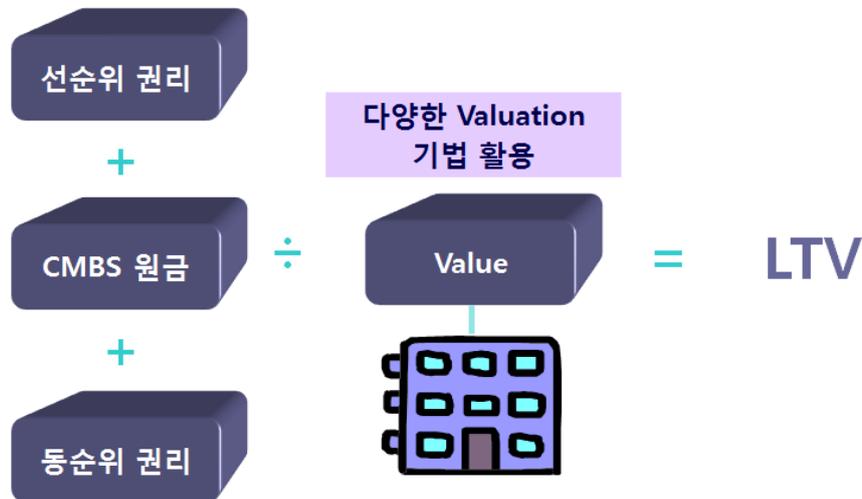
[그림 9] CMBS의 원금 상환방식



1) LTV의 개념

LTV는 문자 그대로 대출채권(또는 CMBS)의 원금을 부동산의 가치로 나눈 값이며 CMBS의 원금상환능력, 즉 만기 시점의 최종 손실률을 판단하는 기준이 된다. LTV가 100%보다 높다면 현재 시세로 부동산을 처분하더라도 CMBS 원금이 모두 상환될 수 없다는 것을 의미하며, LTV 수준이 낮을수록 CMBS의 원리금 상환여력은 높다고 할 수 있으므로 목표등급이 높을수록 보다 낮은 수준의 LTV를 충족시켜야 한다.

[그림 10] LTV 산출방식



한편, SPC보다 선순위이거나 동순위인 권리자가 있는 경우 이러한 권리가액을 CMBS의 원금에 가산하여 LTV를 산출할 필요가 있으며, 이를 위해서는 대상 부동산에 대한 외부기관의 실사자료 등을 참고하여 선·동순위인 저당권·전세권·수익권·보증금반환청구권, 「주택임대차보호법」상 소액보증금 최우선변제권, 「상가건물임대차보호법」상 소액보증금 최우선변제권 등의 존재여부를 확인하여야 한다.

뿐만 아니라 만약 대상 부동산에서 임대수입이 발생하지 않거나 임대수입의 발생이 안정적이지 않다면, 부동산의 강제처분기간 동안 지급해야 할 CMBS 이자비용의 합도 CMBS의 원금에 가산하여 LTV를 산출할 필요가 있다.

2) 부동산 가치에 영향을 주는 주요 요인

일반적으로 수익형 부동산의 가치는 해당 자산이 창출하는 현금흐름, 해당 부동산 투자자의 요구 수익률 등에 따라서 결정된다. 당사는 전문기관의 감정평가보고서를 통해 제공되는 해당 부동산 관련 정보, 추정 현금흐름, 할인율 등을 검토하며, 이 과정에 아래의 요인들을 함께 고려한다.

- ① **부동산의 질적 특성** : 부동산은 다른 자산 유형과 비교할 때 자료수집 및 포괄적인 정보의 접근이 쉽지 않고 전문성을 요하기 때문에 적절한 가치 검토를 위해서는 다양한 접근법이 활용될 수 있다.

상업용 부동산의 경우 개별 부동산의 규모가 크고 부동산 수요자로서의 시장참여자가 많지 않기 때문에 기초자산 처분 시 상대적으로 유동성이 낮다. 따라서 매수자기반이 제한적인 유형의 물건에 대해서는 특정 시점에 시장가치에 매각하는 것이 용이하지 않을 위험을 고려해서 부동산의 가치 산출시 유동성 할인(Liquidity Discount)을 적용할 수도 있다. 또한, 부동산 관련 정부정책이나 규제 및 세제 등의 변동이 부동산의 가치에 영향을 미칠 수 있다.

일반적으로 부동산의 질적 평가는 감정평가보고서 등을 검토한 이후 이루어지며, 이 때 주요 점검사항은 입지조건, 노후화 정도, 규모, 층별 면적, 층간 높이, 빌딩관리시스템, 편의시설, 주차대수, 임차인의 신용도, 임대차 조건, 경영시스템 등이다. 특히, 양호한 입지조건을 결정짓는 요소는 자산유형별로 차이가 있는데, 일례로 사무실용 부동산의 경우 주거단지로의 접근 편이성(Accessibility)이나 주변 편의시설 등이고, 상업용 부동산은 고속도로나 공항에 대한 접근 용이성이나 안정적인 산업 고용기반 등이 주된 고려사항이 될 것이다.

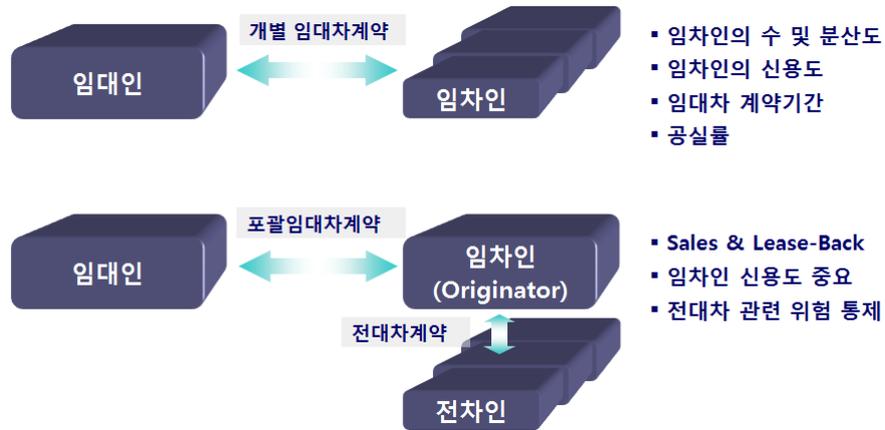
양질의 부동산은 임대료 책정에 있어서 주도적일 수 있고 낮은 수준의 공실률을 유지할 수 있으며, 낮은 유지보수 비용이 소요될 것이므로 부동산의 질적 수준은 가치에 직접 영향을 미칠 수 있다.

- ② **임대차계약조건** : 임차인의 신용도는 현금흐름의 안정성을 평가하는데 중요한 시금석으로서, 특히 신용도가 양호한 임차인과 체결한 장기임대차계약은 현금흐름의 변동성을 낮추고 부동산의 가치에 긍정적으로 작용한다.

한편, 임차인의 수가 많지 않거나 임차인들이 모두 동일한 산업에 집중되어 있는 경우에는 다양한 구성을 보이는 경우에 비해 변동성이 더 높은 것으로 인식되며, 단기임대차의 경우 일반적으로 장기임대차에 비해 재임대 위험과 비용이 증가하기 때문에 부동산 가치에 부정적으로 작용할 수 있다. 다만, 단기임대차의 경우에도 임대료가 지속적으로 상승하는 시장상황 하에서는 임대료 수준을 더 자주 조정할 수 있어 긍정적으로 작용할 수 있다.

참고로, 임대차계약의 유형은 신탁이나 SPC가 임차인들과 개별적으로 임대차계약을 체결하는 방식, 그리고 자산보유자와 포괄임대차계약을 체결하고 자산보유자가 전차인들과 전대차계약을 체결하는 방식으로 분류할 수 있다. 포괄임대차계약 체결방식의 경우 임대료 회수가 전적으로 자산보유자에게 의존하게 된다.

[그림 11] 임대차계약의 유형



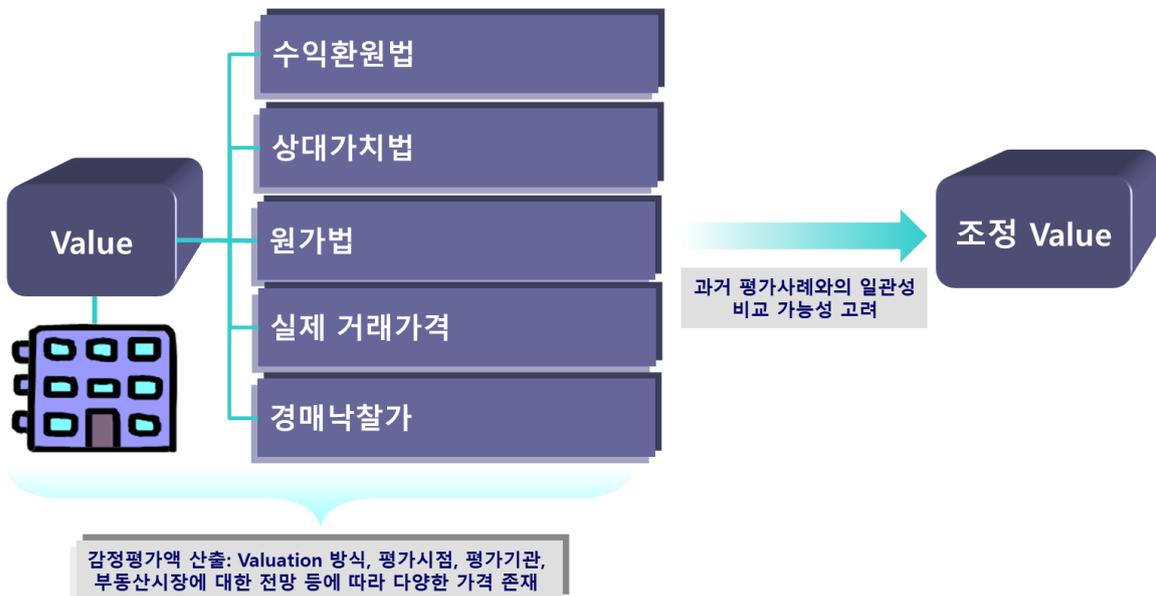
③ **자산보유자의 부동산 처분 의사** : 국내 CMBS의 경우 자산보유자가 부동산의 실질적인 소유권을 보유하는 부동산 담보 부 대출채권 유동화뿐만 아니라 부동산을 직접 유동화하거나 신탁수익권을 유동화하는 구조 하에서도 대개 자산보유자가 후순위채권자나 제2종 수익자로서 참여하기 때문에 부동산에 대한 자산보유자의 매각의사에 따라 부동산의 매각시점 및 매각 가치가 달라질 수 있다.

이 때 예상만기 시점까지는 자산보유자가 임의로 매각할 수 있는 기간이 될 것이며 Tail Period 동안에 강제매각절차를 진행하게 되는데, 만약 자산보유자가 부동산을 매각할 의사가 없다면 처분 가능한 기간은 Tail Period에 국한되어 처분 가치에 다소 부정적인 영향을 미칠 수도 있다.

3) LTV 분석의 기초가 되는 부동산 가치의 결정

부동산의 가치에 대한 판단은 접근하는 방식이나 판단시점, 부동산시장에 대한 전망 등에 따라 다를 수 있다. 당사는 수익환원법, 상대가치법, 원가법 등에 따라 결정된 감정평가보고서 상의 감정평가액(Appraisal Value)을 출발점으로 하여 LTV 분석의 기초가 되는 부동산의 가치를 결정하고 있다.

[그림 12] 부동산 Valuation



감정평가액은 다양한 부동산 가치평가법에 따라 산출되며, 주요 부동산의 가치평가법은 수익환원법(Income Capitalization Approach), 상대가치법(Market Approach), 원가법(Cost Approach)으로 각 기법에 대한 간략한 설명은 아래의 박스에 기재하였다. 감정평가보고서에는 각 기법에 따른 평가가치 및 근거가 기술되고 있으며, 감정평가법인은 각 기법에 따라 산출된 가치를 종합하여 최종적인 평가액을 결정하고 있다.¹⁴

- 수익환원법(Income Capitalization Approach)** : 해당 부동산의 수입과 비용 및 자본적 지출에 대한 분석을 통해 추정된 NCF를 지속 가능한 수준의 자본환원율(이하 “Cap. Rate”)¹⁵로 나누어서 부동산의 가치를 산출하는 방식이다. 국내에서는 주변시세나 공시지가 등을 활용하여 부동산의 가치를 산출하는 관행이 일반적이기 때문에 적정 수준의 Cap. Rate을 선택하기가 쉽지 않은 일이나, 자산의 특성이나 현금흐름의 변동성을 고려하여 차등화된 수준의 할인율을 적용한다.

즉, 각 부동산의 유형별 본질적인 특성과 유동성, 시장성, 안정성 등을 고려해서 상이한 Cap. Rate을 적용하며, 동일한 부동산 유형 내에서도 질적인 상태, 입지조건 등을 감안하여 할인율을 가감하는 형태로 적용할 필요가 있다.

- 상대가치법(Market Approach)** : 부동산 거래사례, 부동산전문기관에서 제공하는 부동산 시세정보 조회, 부동산중개업소 또는 부동산관리회사 탐문 등을 통해 부동산의 시세를 파악하는 방식이다. 상대가치법에 따라 적정 가치를 산출하기 위해서는 해당 부동산과 비교 대상 부동산의 건물상태나 입지조건 등의 차이를 감안한 조정이 이루어진다. 용도나 지역적으로 유사한 특성을 지니고 있다 하더라도 부동산의 질적인 상태나 접근성에 있어서 격차가 크다면 상대가치에 큰 의미를 두기는 어려울 수 있다. 상대가치 산출을 위해서는 아래와 같은 두 가지 접근법이 가능하다.

첫째, 최근 거래가 성사되었거나 진행되고 있는 부동산매매가를 비교하여 부동산의 가치를 산출하는 방식(거래사례비교법, Sales Comparison Approach)으로서 해당 부동산과 유사한 조건을 갖춘 부동산의 매매 사례가 존재하여야 적용 가능하다. 이러한 접근법은 수익을 창출하지 않거나 그 규모가 크지 않은 부동산의 가치 산출에 유용할 뿐만 아니라 상대적으로 가치산출이 쉽다는 장점이 있다. 수익창출력이 인정되는 복합 쇼핑몰이나 오피스빌딩의 경우에는 거래사례가 존재할 경우 평당 매출액이나 평당 수입 등의 지표를 보완하여 적용할 수 있다. 단점으로는 유동성이 낮은 부동산 시장에서는 거래사례 데이터가 존재하지 않거나 드물다는 점 및 비교대상 부동산의 보유자가 부도 등의 스트레스 상황 하에서 부동산을 처분하였다면 시세를 적정하게 반영하지 못할 개연성이 있다는 점이다.

둘째, 실제 매각사례가 없다고 하더라도 수요자와 공급자 간 호가를 기준으로 제공되는 시세 정보를 활용하는 방식으로 가치산정에 유용한 정보를 제공한다. 유동성이 높은 부동산 시장의 경우 호가 간격이 크지 않고 실제 거래가격과 호가 간의 공백이 크지 않을 것이므로 보다 적용하기가 용이할 것으로 보인다.

- 원가법(Cost Approach)** : 대상 부동산을 실제 신축한다는 가정 하에서, 신축에 필요한 비용(총사업비)을 추정함으로써 부동산의 가치를 산정하는 방식이다. 부동산의 가치는 총사업비에 일정 수준의 마진을 더한 이후 감가상각비(해당 부동산의 단축된 내용연수를 반영할 목적)를 차감함으로써 산출한다.

총사업비는 사업부지 취득비, 공사비, 기타 간접비 등으로 구성된다. 총사업비 중 사업부지 취득비의 추정은 공시지가 및 시세를 참고하여 개발용도, 입지, 지세, 지형, 용적률 등을 종합적으로 고려하여 산출하며, 공사비는 해당 부동산과 동일한 용도 및 유사한 규모와 편의시설을 갖춘 건축물을 신축하는데 소요되는 평당 건축비를 건축연면적에 곱하여 추정한다. 기타 간접비는 인허가 비용, 각종 부담금을 포함한 제세공과금, 설계비, 건축감리비, 금융비용 등 건물 신축을 위해 필요한 모든 비용을 합산하여 산출한다.

¹⁴ 감정평가법인이 최종적인 감정평가가치를 결정하는 과정에서 수익환원법, 거래사례비교법, 원가법 중 어느 쪽에 높은 가중치를 두는지는 해당 부동산의 특성, 해당 시장의 관련 정보 수준 등에 따라서 달라지는 것으로 파악된다. 부동산 관련 통계자료가 풍부하고, 부동산 금융의 역사가 오래된 미국시장에서는 일반적으로 수익환원법의 설명력이 큰 것으로 받아들여진다.

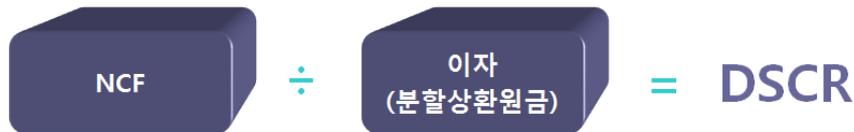
¹⁵ 자본환원율은 대개 이자율, Risk Premium, 대체시장의 투자수익률, 부동산 자체의 특성, 투자목적, 자본유형 등을 주요변수로 하며, 대상 부동산과 유사한 부동산의 매매사례로부터 추출되기도 한다. 사무실용 부동산이나 소매판매시설 등 수익형 부동산에 주로 활용되며, 임대료 수준이 현저히 낮은 부동산의 경우 자본환원율을 적용하여 부동산의 가치를 산출한다면 불합리한 결론에 도달할 수 있으므로 주의가 필요하다.

부동산의 가치 평가에 있어, 감정평가액뿐만 아니라 감정평가보고서 상 주요 가정과 임대차 등에 기반한 현금흐름 등을 바탕으로 평가시점의 부동산시장 여건 등을 감안한 조정된 현금흐름, 할인율을 적용한 부동산의 가치를 LTV 분석의 기초로 사용할 수 있다.¹⁶

예를 들어, 수익환원법에 따라 산출된 감정평가액에 대해 과거 실적 추이를 기반으로 부동산 경기 등 외부적 요인을 종합적으로 고려하고, 일시적 수입 및 지출 등 비일상적 요인을 제거한 안정화된 NCF를 적용하거나, 부동산의 입지, 종류, 수준 등을 종합적으로 고려하여 평균 시장 추이에 따른 지속 가능한 Cap. Rate을 적용할 수 있다.

4) DSCR

[그림 13] DSCR의 개념



DSCR은 일정기간 동안 부동산에서 발생하는 NCF¹⁷를 대출채권의 원리금 지급스케줄(또는 CMBS의 원리금 지급스케줄과 SPC 운영비용의 합)로 나눈 값이며, 기본적으로 만기 전의 기간 동안 CMBS의 이자지급능력을 평가하는 기준이 된다.

CMBS가 만기일시상환 구조가 아니라 원금분할상환 구조로 발행되었다면, 분모에는 대출채권의 이자(CMBS의 이자 및 SPC 운영비용의 합) 외에도 같은 기간 내에 분할상환되는 원금까지 포함시켜야 한다.

부동산의 자산가치가 충분함에도 불구하고, 임차인의 부도·파산 등으로 인한 임대료 지급의무 불이행, 임대차계약의 해지, 공실률 급증 등으로 인해 임대료 수입이 감소할 경우 CMBS의 이자지급에 차질이 발생할 수 있기 때문에 DSCR은 만기 이전의 부도가능성을 판단하기 위한 좋은 평가기준이 된다.

평가기준

- 'DSCR = 1' : 만기 이전, 최소한의 이자(또는 분할상환원금) 지급능력
- 'DSCR < 1' : 유동성 보강장치 필요
- 'DSCR > 1' : 클수록 부도확률 하락

CMBS의 이자지급능력을 판단하기 위한 잣대로서 DSCR을 활용하기 위해서는 임차인의 분산도, 임차인의 신용도, 부동산의 경쟁력을 감안한 대체 임차인 유치가능성 또한 함께 고려할 필요가 있다. 신용도가 열위한 소수의 임차인에 대한 집중도가 높은 경우 특정 임차인의 임대료 지급불이행이 곧바로 CMBS의 이자지급 불이행을 초래할 수 있기 때문에 DSCR 수준이 높다고 하더라도 큰 의미를 부여하기 어렵다. 반대로, DSCR이 상대적으로 낮더라도 신용도가 우량한 임차인과 계약조건 혹은 경제적 실질상 지속가능성이 매우 높은 임대차계약이 체결되어 있는 경우 CMBS의 이자지급능력은 안정적인 것으로 이해할 수 있다.

등급별로 적용하는 DSCR 수준은 해당 부동산의 용도나 지역, 부동산의 상태, 임대시장의 동향 및 경기전망, 지역별 부동산의 수급상황, 임차인과의 계약 현황 및 계약 관행, 당해 부동산에 속한 임차인의 집중도와 신용도 및 과거실적 등에 따라 상이하게 적

¹⁶ 이는 감정평가보고서의 적정성을 판단하는 것은 아니며, 과거 평가선례 또는 Benchmark 사례와의 비교를 통해 일관성, 비교가능성을 도모하기 위한 평가과정이다.

¹⁷ 전술한 바와 같이 NCF 및 NOI는 다양한 방식으로 정의되고 있으며, 둘 간의 차이가 크지 않거나, 부동산 운영경비, 자본적 지출에 대한 정보접근에 제한이 있는 경우 등에 따라서는 NCF를 대신하여 일정 가정사항이 포함된 NOI를 사용하여 분석하는 것이 가능할 수 있다.

용된다.

DSCR이 1.0 보다 낮다면 부동산에서 발생하는 현금흐름으로 원리금상환재원을 확보할 수 없다는 의미이므로 최소한 1.0 이상의 DSCR은 유지하여야 하며, 목표등급이 높을수록 보다 높은 수준의 DSCR 기준을 충족시켜야 한다. DSCR 분석은 전기간에 대한 평균 DSCR, 전기간 동안의 최소 DSCR, 만기시점의 DSCR 등을 종합적으로 고려한다. 다만, 대출기간 동안의 임대차계약 만기 도래, 현금흐름의 계절성 등으로 특정시점의 DSCR이 1.0을 하회할 가능성이 있는 경우에도 이를 보완할 수 있는 유동성공여, 유보금적립 등의 보강장치가 있다면 이를 고려하여 이자지급능력을 인정할 수도 있다.

[그림 14] CMBS의 이자지급 능력



한편, CMBS에서는 원금을 Refinancing 자금이나 또는 부동산 매각대금으로 상환하는 구조이기 때문에 원금상환가능성을 평가할 때 기본적으로는 LTV가 가장 중요한 평가요소이기는 하지만, DSCR 또한 원금상환가능성에 대한 고려 요소 중 하나이다. 왜냐하면 높은 DSCR이 의미하듯이 안정적으로 임대수익이 발생하는 자산이라면 Refinancing의 가능성이 그만큼 높기 때문이다. 반대로 DSCR이 1.0에 근접한 수준이라면 Refinancing이 필요한 시점에 이자율이 상승하는 경우 이자지급도 위태로워질 수 있으며 Refinancing을 해 줄 금융기관을 찾기가 어려울 수 있다.

Refinancing의 가능성을 판단하기 위해 필요한 경우, 스트레스 DSCR(Stressed DSCR)을 이용할 수도 있다. 스트레스 DSCR은 분모에 장기적인 이자율 상승위험까지 고려한 이자비용을 사용한다. 스트레스 DSCR이 클수록 Refinancing 시점의 이자율 상승 위험에 대한 대처능력이 높다고 할 수 있다.

5. 신용등급의 결정

담보부동산 및 기타 해당 거래의 특성에 대한 분석이 완료되면 LTV 및 DSCR 분석을 진행하며, CMBS의 각 Tranche 별 LTV와 DSCR이 목표등급에 부합하는지를 기준으로 신용보강 수준의 적정성을 검토한다.

우선적으로 분명히 할 것이, 입지조건, 부동산 유형, 건축수준, 현금흐름의 안정성, 개별 거래의 구조적 특징, 해당 거래 시점의 부동산경기 상황 등에 따라 개별 부동산의 가치변동과 관련한 위험노출 수준 등이 달라질 수 있으므로, 모든 유형에 일괄적으로 적용하는 목표등급별 LTV 기준이 있는 것은 아니라는 점이다. 즉, LTV가 동일하더라도 개별 거래의 특성에 따라서 다른 등급이 부여될 수 있다.

1) Baseline LTV 기준 및 조정 LTV 기준의 결정

담보부동산 및 거래구조의 개별적인 특성을 분석한 후, 이를 고려하여 개별 거래별로 결정한 LTV 기준을 기초로 신용등급을 결정한다. 보다 체계적인 접근을 위하여 Baseline LTV 기준 및 조정 LTV 기준이라는 개념을 사용하며, Baseline LTV 기준은 부동산 유형, 입지조건 등 근원적 측면에서 해당 부동산에 내재된 위험에 영향을 미치는 요소들을 고려한 LTV 기준의 출발점이고, 조정 LTV 기준은 Baseline LTV 기준에서 출발하여 부동산의 질적 특성, 현금흐름의 안정성, 구조적·법률적 특성, 부동산 경기상황 등을 고려하여 조정된 LTV 기준이다.

조정 LTV 기준은 개별 거래 고유의 특성 등을 반영한 조정이 이루어지므로 개별 부동산 별로 상이하게 결정되며, Baseline LTV 기준과 상당한 차이가 있을 수 있다. LTV 수준의 적정성에 대한 검토는 조정 LTV 기준에 의하여 진행되나 LTV 수준이 목표등급에 부합하지 못하더라도, 부분적인 외부신용보강이 마련됨으로써 LTV 부족분을 커버할 수 있다면 목표등급의 부여가 가능하다.

[표2] Baseline LTV 기준

목표 등급	LTV
AAA	33% ~ 42%
AA	41% ~ 50%
A	49% ~ 58%
BBB	57% ~ 66%

[표 2]는 개별 거래에 적용하는 조정 LTV 기준의 출발점이 되는 Baseline LTV 기준의 일반적인 범위를 정리한 것이며, 개별 거래의 목표등급별 Baseline LTV 기준은 부동산 유형, 입지조건에 따라 해당 구간의 범위 내에서 결정된다. 예를 들어 부동산유형이 호텔인 경우, 현금흐름의 불확실성이 상대적으로 큰 점을 반영하여 부동산유형이 오피스인 경우 대비 동일한 목표등급 수준에서 상대적으로 낮은 LTV 수준에서 Baseline LTV 기준이 결정된다. 산업용부동산, 소매판매시설 및 기타 유형에 대해서는 해당 유형의 현금흐름 및 가치의 변동성¹⁸을 오피스, 호텔과 비교하여 Baseline LTV 기준을 결정할 수 있으며, 충분한 사유가 있는 경우에는 [표 2] 구간 밖의 범위에서 Baseline LTV 기준이 결정될 수도 있다. 또한, 부동산의 입지조건에 따라서도 Baseline LTV 기준의 결정은 달라진다. 부동산 관련 통계지표가 우수한 대도시 중심상업지역¹⁹에 부동산이 소재하는 경우 각 등급별 Baseline LTV 기준은 [표 2] 구간의 상단에 가깝게 결정되며, 반대로 해당 지역의 부동산 관련 통계지표가 취약하거나 입지조건이 열위한 경우 각 등급별 Baseline LTV 기준은 [표 2] 구간의 하단에 가깝게 결정된다.

¹⁸ 일반적으로 미국 부동산금융시장에서는 임대주택, 대형쇼핑센터(Regional Mall), 산업용부동산, 오피스, 호텔의 순으로 현금흐름 및 가치의 변동성이 높아지는 것으로 간주하고 있으며, 기타 지역에 대해서는 해당 지역의 부동산관련 정보를 이용하여 case-by-case로 판단할 수 있다.

¹⁹ 일반적으로 대도시 지역은 노동력 수급, 임차인 유치 등이 용이하며, 용지 및 인허가 관련 제약 요건으로 신축으로 인한 공급증가 우려도 적다. 이에 따라 해당 부동산에 관련 Equity 및 대출 투자 수요가 풍부하며, 부동산 가치의 안정성, 관련 대출의 차환 가능성도 높은 편이다.

부동산 유형 및 입지조건 이외에도 개별 부동산 및 거래 구조의 특성 차이, 해당 거래 시점의 부동산 경기상황에 따라서 부동산 가치변동위험 및 기타 위험의 정도는 상이할 수 있으므로, ① [표 2] 구간의 범위 내에서 부동산 유형 및 입지조건을 감안하여 결정된 Baseline LTV 기준에서 출발하여, ② 개별거래의 특성, 해당 거래시점의 부동산 경기상황 등에 따라 추가적인 조정을 반영하여 목표등급별 조정 LTV 기준을 결정한다. 부동산의 질적 특성, 현금흐름의 안정성, 기타 구조적, 법률적 특징 등이 개별 거래의 조정 LTV 기준에 영향을 미치는 주요 요소이며, 개별 요소에 따른 LTV 조정의 근거는 다음과 같다.

- 부동산의 질적 특성, 현금흐름의 안정성** : 해당 부동산의 질적 수준(또는 등급²⁰)에 따라서 Baseline LTV 기준에서 조정 LTV 기준을 결정하는 과정에 LTV 수준이 상향 조정될 수 있으며, Trophy 자산으로 인정받고 있거나, 인근 부동산 대비 확고한 경쟁우위를 보유하고 있는 경우 LTV 기준의 상향 조정이 이루어질 수 있다. 해당 지역 내 최상급 부동산의 경우 우수한 신용도의 임차인을 유치, 유지할 수 있으며 부동산경기 변동에 대한 저항력도 뛰어난 것이 일반적이다. 반대로, 해당 부동산의 질적 수준이 평균 이하이거나, 위험한 비표준적 자산이거나, 대규모 공실, Renovation 진행, 단일 임차인에 대한 높은 집중도 등으로 향후 현금흐름의 불확실성이 높은 경우 LTV 기준이 하향 조정될 수 있다. 다만, Transitional 자산²¹에 대해서도 Renovation 계획의 달성 가능성, 관련 자금확보 여부 등을 고려하여 조정의 폭을 완화할 수 있으며, 임차인의 신용도, 임대차계약조건 등을 고려하여 임차인 집중도와 관련한 LTV 기준 조정 여부 및 조정의 폭을 달리 적용할 수 있다.
- 구조적, 법률적 요소에 따른 조정** : 개별 거래의 Total Leverage 수준, Capital Structure, 원금상환방식, 포트폴리오 효과 등에 따라서 개별 대출의 상환가능성이 영향을 받을 수 있으므로 이를 고려하여 LTV 기준이 조정될 수 있다.

CMBS로 유동화되는 대출의 LTV 수준은 낮더라도 후순위 차입이 존재하여 해당 부동산과 관련한 총 조달규모가 과중한 경우 부정적인 요인일 수 있으며, 후순위 담보권자의 유무, 후순위 담보권의 유형, 선-후순위 대주간 권리관계 등도 조정 LTV 기준 결정에 영향을 미칠 수 있다. 원금분할상환 조건의 대출은 만기시점의 LTV를 낮추는 효과가 있으므로 긍정적인 요인으로 간주된다. 부동산 포트폴리오가 공동담보로 제공되는 거래에 대해서는 포트폴리오 거래시 인정될 수 있는 추가 프리미엄, Pooling 효과에 따른 안정성 제고 등을 고려하여 LTV 기준을 조정할 수 있다.

또한, 개별 거래의 금융조건이 해당 시장의 표준과 다르거나, 기타 구조적, 법률적 위험에 노출되어 개별 거래의 상환가능성에 부정적인 영향이 있을 것으로 판단되는 경우 이러한 요인을 반영하여 LTV 기준을 조정할 수 있다. 다만, 이러한 이슈들은 정형화되어 있지 않으므로 해당 이슈가 담보부동산의 가치 및 담보권행사와 관련하여 초래하는 위험을 중심으로 Case-by-Case 판단에 따라서 LTV 기준의 조정 여부 및 조정의 폭은 달리 적용할 수 있다.

- 부동산 경기변동에 따른 조정** : 부동산 경기변동 주기 속에 부동산의 가치는 상당한 변동성을 보이므로, 경기순환에 따른 가치 변동에 대한 적절한 고려 또한 필요하다. 부동산 경기의 고점에 이루어진 거래의 경우, 경기의 저점에 이루어진 거래 대비 상대적으로 가치 하락 위험이 크다고 볼 수 있으므로, LTV 기준에 대한 하향 조정이 필요할 수 있다. 부동산 경기상황에 대한 판단은 국고채 금리, Cap. Rate 등의 동향, 상승/하락의 지속시기, 전고점/전저점과의 비교 등을 종합적으로 고려하여 이루어진다.

이외에, 잔여 대출만기, 기한의 이익 상실 이후 담보권 행사에 걸리는 시기 등도 고려할 사항이다. 잔여 만기가 얼마 남지 않은 경우, 또는 현재의 가치와 유사한 수준에서 대출 차환 또는 담보자산 처분이 이루어질 개연성이 높은 경우 등에는 부동산 경기변

²⁰ 국제 빌딩 소유자 및 관리자 협회(BOMA; the Building Owners and Managers Association International)에 의해, 임대료, 빌딩마감, 운영시스템 및 효율성, 건물 부대시설, 위치 및 접근성, 시장 내 평판 등의 요소들이 복합적으로 고려되어 부동산의 등급이 Class A, B, C로 구분된다. Class A는 지역 평균임대료 이상의 최상급 임차인을 대상으로 경쟁하는 최고의 부동산으로 높은 사양의 건물마감, 최첨단 시스템, 우수한 접근성 등을 갖추어 시장 내 확고한 위치를 점하고 있는 경우가 일반적이다. 또한, 특출한 수준의 편의시설, 건축마감, 입지조건 등으로 지위의 상징이 될 수 있는 부동산을 “Trophy” 자산이라 칭하며, “Trophy” 자산은 부동산 경기 하향의 영향을 덜 받으며, 성장 국면 시 빠르게 회복하는 특성을 가진다. 국내 오피스 빌딩에 대해서는 부동산조사기관별로 다소 상이한 등급기준이 적용되고 있으나, 일반적으로 Prime급, A급, B급, C급으로 오피스 빌딩의 등급이 구분된다.

²¹ Renovation 등 질적 특성의 변화가 진행 중인 자산을 Transitional 자산이라고 한다.

동으로 인한 위험이 상대적으로 낮은 것으로 이해할 수 있으므로, LTV 기준의 조정 여부 및 그 폭을 결정할 때에 이를 추가적으로 고려할 수 있다.²²

2) DSCR 수준 검토

LTV 분석 완료 이후, [표 3]에 제시된 것처럼 목표등급별 DSCR 수준을 적용한 DSCR 분석을 실시한다. 다만, 해당 부동산의 용도나 지역, 부동산의 상태, 임대차계약 조건, 과거 Performance 등에 따라 현금흐름의 변동성이 상이하므로, [표 3]의 기준은 모든 경우에 적용될 수 있는 절대적인 기준이 아니며 임차인의 신용도, 임대차계약 해지에 따른 현금흐름 변동 가능성 등을 고려하여 DSCR 기준을 조정하여 탄력적으로 적용할 수 있다. 또한, 호텔이나 기타 현금흐름의 변동성이 큰 담보부동산과 관련해서는 상대적으로 높은 수준의 DSCR이 필요할 수 있으며, 신용도가 우량한 임차인과의 임대차계약이 유동화증권 만기 시점까지 유지될 것으로 판단되거나 추가적인 유동성보강장치가 마련되어 있는 경우 DSCR이 다소 낮더라도 목표등급의 부여가 가능할 수 있다.

[표3] CMBS의 목표 등급별 DSCR

목표 등급	DSCR
AAA	> 2.20x
AA	> 2.00x
A	> 1.80x
BBB	> 1.40x

3) 정성적 요인 추가 고려 및 최종등급의 결정

담보부동산, 채무자, 대출채권 등 기초자산에 대한 분석, 법률적·구조적 위험요인에 대한 분석 등을 종합한 후 평가위원회를 통해 최종적인 신용등급을 결정한다. 개별 부동산은 입지조건, 부동산유형, 건축수준, 임대차 현황 등에 있어 독자적인 특성을 가지며, 발행사례의 부족으로 대출조건 및 유동화구조 또한 표준화되어 있지 않다. 본 평가방법론은 일반론적인 관점에서 CMBS 평가방식을 기술한 것이며, 방법론의 적용은 개별 거래별로 담보부동산 및 구조의 고유한 특성을 고려하여 탄력적으로 이루어진다. 개별 평가위원회의 결정에 따라서는 평가방법론에 언급된 내용의 일부가 적용되지 않을 수도 있으며, 위에 언급되지 않은 기타 정성적 요인이 등급결정에 영향을 미칠 수 있다.

CMBS의 신용등급 결정에는 LTV 및 DSCR 등에 대한 정량적 분석이 상당한 비중을 차지하나, 당사는 정량적 분석에만 의존하여 일괄적으로 신용등급을 부여하지는 않고 있다. 계량화하기 어려운 다양한 위험 및 신용평가 요소가 존재함에 따라 정성적 분석 또한 중요하며, 추가적인 정성적 요소 고려에 따라서는 정량적 분석방법론으로 산출되는 신용등급과 실제 신용등급과는 차이가 발생할 수 있다.

²² 상업용부동산 담보대출은 10년 만기로 실행되는 것이 일반적이고, 기한의 이익 상실 이후 담보권 행사를 통한 부동산처분에 상당한 기간이 소요될 수도 있는 미국 등의 시장과 달리, 국내 상업용부동산 담보대출은 상대적으로 만기가 짧고, 선순위 대주가 담보권 행사 등의 의사결정에 있어 우선권을 가지므로 상대적으로 빠른 담보처분이 가능하다는 점에서 부동산 경기변동 위험에 노출되는 기간이 짧은 것으로 이해할 수 있다.

III. 사후관리

신용등급이 결정된 이후 그 유효기간 동안 유동화증권의 신용도에 중대한 변동이 없는지에 대한 사후관리가 이루어진다. 사후관리에 있어서도 일반적으로 본 평가방법론이 동일하게 적용되나, 사후관리에 있어서 여러가지 평가 요소들 중에서 시간의 경과에 따라 중요도가 감소한 일부 요소에 대해서는 탄력적인 접근이 이루어질 수 있다.

본평가 시점에는 감정평가보고서, 물리실사보고서 등 외부기관의 실사자료를 통해 담보부동산과 관련하여 세부적인 정보 파악이 가능하지만, 이후의 대출기간 동안 추가적인 외부실사는 이루어지지 않는 것이 일반적이므로 사후관리 시점에 획득할 수 있는 정보는 상대적으로 제한적이다.²³ Update된 외부기관의 실사자료가 제공되는 경우 해당 정보를 기초로 담보부동산의 현금흐름 및 가치 변동에 대한 점검이 이루어지나, 그렇지 않은 경우 거래참여기관으로부터 제공받는 정보를 기초로 실적 점검 등이 이루어질 수 있다. 일반적으로 사후관리를 위한 자료로는 ① 차주 또는 유동화회사의 재무실적자료, ② 담보부동산 운영현황 관련 자료(임대차현황, 자본적지출 내역 등), ③ 담보부동산이 소재한 지역의 부동산시장 자료 등이 있다.

업무수탁자, 자산관리자 등 거래참여기관으로부터 관련 자료를 수령하여 해당 거래의 성과가 최초 본평가 시점의 예상수준 등과 중대한 차이를 보이는지를 점검한다. 담보부동산의 운영 현황 등 실적 추이가 과거 대비 유의한 수준으로 악화 또는 개선된 상황이 지속되거나, 전반적인 Performance²⁴ 및 부동산 시장 상황이 최초 본평가 시점의 예상수준과 중대한 차이를 나타내는 경우, 이의 장기간 지속가능성에 대하여 판단한다. 또한, 불가항력적인 Event 등이 발생하는 경우에는 이러한 개입요인이 부동산 시장 전반에 걸친 패러다임의 변화 또는 항구적으로 영향을 미칠 수 있는지에 대해 판단한다. 담보부동산의 가치가 근본적으로 변화하였다고 판단되는 경우, 이에 대응한 조정 LTV 또는 담보부동산의 가치 등을 재검토하고, 개별 담보부동산 및 구조의 고유한 특성 등을 정성적으로 고려하여 적절한 수준으로 신용등급은 조정될 수 있다.²⁵

²³ 미국 CMBS 시장에서도 감정평가, 환경실사, 물리실사 등 외부기관의 실사는 최초 거래시점에만 이루어지는 것이 일반적으로, 대출약정상 LTV Trigger가 포함된 경우 혹은 대출기한의 이익 상실 등으로 대주들의 의사결정을 위해 필요한 경우 등의 특수한 경우가 아니라면 추가적인 감정평가는 실시되지 않는 것이 보통이다.

²⁴ 전반적인 Performance는 평가대상 담보부동산의 Performance뿐만 아니라 해당 담보부동산과 물건, 입지, 유형 등에 있어 유사한 부동산의 Performance 변화 등도 함께 고려할 수 있다.

²⁵ 평가위원회의 결정에 따라 조정 LTV 또는 담보부동산 가치의 변동이 항상 신용등급의 변동으로 이어지는 것은 아니며, 기 부여된 신용등급에 상응하는 수준과 담보부동산의 수준이 전반적으로 중대한 차이를 나타내고, 해당 추이의 지속가능성에 기반하여 제반 조건 등을 종합적으로 고려하였을 때 신용등급 조정 사유에 부합하다는 전제 하에 신용등급의 조정이 이루어질 수 있다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련하여 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사자 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련하여, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.