

글로벌디에스제삼차(주)

본평가

평가일: 2017.12.11

유동화전자단기사채 신용등급

구분	발행금액(한도)	발행(예정)일	만기(예정)일	신용등급
제1-1회차 ABSTB	210억원	2017.12.11	2018.03.09	A2-(sf)

Analyst

신윤섭 책임연구원 yoonsub.shin@scri.co.kr	02) 6966-2459	박민식 실장 mspark@scri.co.kr	02) 6966-2461
--------------------------------------	---------------	-----------------------------	---------------

거래참가자

거래유형	카드이용대금채권 유동화
자산보유자	현대카드(주)
업무수탁자	메리츠종합금융증권(주)
자산관리자	현대카드(주)
법률자문기관	법무법인 경성
자산실사기관	-
주관회사	메리츠종합금융증권(주)

유동화자산

유동화자산	카드이용대금채권 및 부수 권리
채무자	(주)두산
채권원금	20,999,779,942원
결제(예정)일	2018.12.07
수수료지급	승인일 선급

주)정보제공자: 주관회사

평가의견

서울신용평가(주)는 글로벌디에스제삼차(주)이하 'SPC'가 발행할 제1-1회차 유동화전자단기사채(이하 'ABSTB')의 신용등급을 A2-(sf)로 평가하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- 카드이용대금채권 채무자인 (주)두산의 신용도

유동화 개요

본 유동화는 현대카드(주)가 보유하고 있는 (주)두산에 대한 카드이용대금채권과 그에 따른 부수권리 일체를 양수하기 위해 SPC가 제1-1회차 ABSTB를 발행하고, 향후 카드이용대금채권의 관리, 운용, 처분에 의한 수익 및 차환 발행되는 유동화증권을 통해 본 건 ABSTB를 상환하는 구조이다.

유동화자산

본 유동화의 기초자산은 현대카드(주)와 (주)두산이 체결한 구매전용카드회원약정에 따라 발생된 원금 20,999,779,942원에 해당하는 카드이용대금채권 및 할부수수료 등을 수취할 수 있는 부수권리이다. 결제일은 2018.12.7일이며, 할부수수료는 카드승인일인 2017.12.11일에 전액 선급될 예정이다.

구매전용카드회원약정과 자산양수도계약에 따르면 SPC는 (주)두산에 카드이용대금채권의 조기상환을 요

청할 수 있고, (주)두산은 요청일로부터 2영업일 이내에 카드이용대금 전액을 조기상환 하여야 한다. 또한, (주)두산은 ABSTB의 만기일에 한해 카드이용대금 전액을 조기 상환할 수 있다. 상기 조기상환이 이루어지는 경우 (주)두산은 기 지급한 할부수수료 중 조기상환일로부터 결제일까지의 기간에 대하여 일할 계산된 할부수수료 금액을 공제하고 카드이용대금을 입금할 수 있다.

한편, 현대카드(주)는 1)자산양수도계약 체결일 혹은 각 자산양도일 현재 양도대상자산의 적격을 갖추지 못하였음이 밝혀진 때, 2)구매전용카드회원약정이 부존재 또는 무효이거나 취소, 해제 또는 해지 등의 사유로 효력을 가지지 못할 경우, 3)(주)두산이 현대카드(주)에 대한 채권을 자동채권으로 하고 양도대상 자산을 수동채권으로 하여 상계의 의사표시를 한 경우 등에는 양도대상자산에 대한 담보책임을 부담한다.

주요 위험요인과 통제방안

본 유동화와 관련하여 검토된 주요 위험요인은 유동화자산의 신용위험, 만기불일치 위험 등이다.

유동화자산의 신용위험은 (주)두산이 카드이용대금을 적시에 상환하지 못해 ABSTB의 상환재원이 부족하게 될 위험으로, 이는 카드이용대금 상환 의무자인 (주)두산의 신용도와 연계되어 있다. 구매전용카드 회원약정에 따르면 (주)두산은 명세서 통지에 기초한 현대카드(주)의 거래승인이 이루어진 후에는 재화 등의 하자, 전산조작오류 및 기타 여하한 사유를 이유로 할부수수료 및 카드이용대금의 지급을 거부할 수 없고 무조건적인 지급의무를 부담하도록 되어 있다.

유동화자산의 결제일은 2018.12.7일인 반면, ABSTB의 만기일은 2018.3.9일로 만기불일치 위험이 존재한다. 동 위험은 업무위탁계약에 따라 차환발행되는 차회차 유동화증권에 대하여 기발행 ABSTB의 상환 기일로부터 3영업일전까지 (주)두산보다 유효신용등급이 같거나 높은 금융기관으로부터 취소불가능한 내용의 인수확약서가 제출되지 않는 경우 SPC가 카드이용대금의 조기상환을 강제함으로써 통제된다.

상기 위험요소와 이에 대한 통제방안을 종합적으로 고려할 경우 본건 ABSTB의 신용등급은 (주)두산의 신용도와 연계되어 있으며, (주)두산의 신용도는 본 ABSTB의 신용도에 부합하는 수준으로 판단된다.

본 평가는 서울신용평가(주)의 SF 신용평가 일반론 및 산업별 평가방법론을 적용했습니다. 신용평가방법론에 대한 구체적인 내용은 서울신용평가(주)의 홈페이지 www.scri.co.kr의 "Research/평가방법론"에서 찾아볼 수 있습니다

당사가 본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 유동화회사 관련서류, 유동화자산 자료, 유동화관련 계약서, 기타 주관회사에서 제공한 자료 등입니다.

당사는 본 건 신용평가등급 산정 시 거래참가자 주식에 표기된 정보제공자로부터 자료를 수령하여 신용평가에 반영하였습니다.

[단기신용등급의 정의]

신용등급	정 의
A1(sf)	적기 상환능력이 최상이며, 상환능력의 안정성 또한 최상이어서 투자위험도가 극히 낮음.
A2(sf)	적기 상환능력이 우수하지만, 그 안정성은 A1(sf)등급에 비하여 다소 열등한 요소가 있음.
A3(sf)	적기 상환능력은 양호하나 장래의 급격한 환경변화에 따라 그 안정성이 다소 영향을 받을 가능성이 있음.
B(sf)	적기 상환능력은 인정되지만 그 안정성에 다소 투기적인 요소가 내포되어 있음.
C(sf)	적기 상환능력이 의문시되어 투기적 요소가 강함.
D(sf)	채무불이행 상태에 있음.

주1: 상기 등급 중 A2(sf)부터 B(sf)까지는 당해 등급 내에서의 상대적 우월 정도에 따라 +, - 기호를 부기할 수 있음.

주2: 상기 등급 중 A1(sf)등급에서 A3(sf)등급까지는 적기 상환능력이 인정되는 투자등급으로, B(sf), C(sf) 등급은 환경변화에 따라 적기 상환능력이 크게 영향을 받을 수 있는 투기등급으로 분류됨.

- 본 신용평가의 계약체결일은 2017년 12월 5일이고, 평가개시일은 2017년 12월 4일이며, 평가완료일은 2017년 12월 11일입니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 다른 신용평가 건수 및 수수료총액은 각각 0건, 0백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한 평가요청인은 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 기업집단에 해당되지 않습니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 비평가용역계약 체결 건수 및 수수료 총액은 0건, 0백만원이며, 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 비평가용역을 수행하고 있지 않습니다.

<유의사항>

1. 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 대한 현재시점에서의 서울신용평가(주)의 의견입니다. 신용등급은 신용위험을 제외한 다른 위험(시장가치 변동위험, 유동성위험, 운영위험 등의 여타 위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 특히, 구조화금융상품의 신용등급은 법령, 조세제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 않습니다. 또한 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 현재 또는 과거 사실에 관한 서술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 신용위험에 대하여 예측한 의견으로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
2. 신용등급, 평가의견 및 간행물은 금융투자상품에 대한 투자자문을 의미하지 않으며, 특정 증권의 투자의사결정(매매, 보유 등을)을 권유하는 것이 아닙니다. 신용등급이나 평가의견, 간행물 등은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 정보이용자들은 유가증권, 발행자, 보증기관 등 투자대상의 위험에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 하여야 합니다. 특히 당사의 신용등급과 간행물은 개인투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않으며, 따라서 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 바람직하지 않습니다.
3. 신용평가서, 평가의견, 간행물 등 보고서는 평가대상자 또는 의뢰인이 제출한 자료와 각종 공시자료 등 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원으로부터 수집한 자료에 근거하고 있으며, 당사는 평가대상자 또는 의뢰인으로부터 제출자료에 거짓이 없고, 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 유발하는 내용이 들어있지 않다는 확인서를 받고 있습니다. 당사는 평가대상자 또는 의뢰인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있으며, 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 또한 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 분석자, 분석도구 또는 기타 요인에 의한 오류의 발생가능성이 있기 때문에 신용등급 결정시에 활용되었거나 본 보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 제공된 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등에 따른 결과에 대하여 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
4. 신용등급 및 본 보고서에 반영되었거나 포함되어 있는 정보 및 기재내용의 정확성, 완전성 및 적합성을 당사가 보증하거나 약속하지 않습니다. 본 보고서에 포함된 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요 판단 근거로서 제시된 것이며, 평가대상에 대한 모든 정보가 기재된 것은 아닙니다. 또한, 당사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 본 보고서에 포함된 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.
5. 본 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 서울신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 당사의 사전서면동의 없이는 무단 전재되거나 복사, 인용, 재판매 또는 유포될 수 없습니다.

채무자 분석: (주)두산

재무요약

(단위: 억원)

(별도)	2012.12.31	2013.12.31	2014.12.31	2015.12.31	2016.12.31	2016.09.30	2017.09.30
매출액	14,876	16,520	19,954	18,736	20,671	15,005	18,844
영업이익	1,263	1,954	2,564	2,134	2,254	2,401	2,092
EBITDA	1,742	2,474	3,124	2,705	2,810	2,818	2,533
총자산	31,491	33,191	35,096	34,782	37,447	36,494	40,114
순차입금	5,645	7,436	7,754	7,226	9,275	9,699	10,679
EBITDA/매출액(%)	11.7	15.0	15.7	14.4	13.6	18.8	13.4
NCF/경상투자(배)	2.5	0.8	1.5	1.9	0.7	0.5	1.3
부채비율(%)	58.8	66.3	66.3	64.9	77.3	71.0	86.7
차입금커버리지(배)	3.2	3.0	2.5	2.7	3.3	2.6	3.2
유동성커버리지(%)	288.7	251.9	129.0	93.7	78.2	77.0	55.6
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS

(주)두산(이하 ‘동사’)은 두산 그룹의 국내 24개 계열사를 지배하는 사업지주회사이다. 동사는 자체적으로 전자, 산업차량, IT 등 수요기반이 차별화되는 사업포트폴리오를 보유하고 있다. 경쟁강도는 높은 수준이나 양호한 브랜드 인지도, 계열 Captive수요를 바탕으로 꾸준한 매출 확대가 이루어지고 있다.

자체사업을 통한 연간 일정수준의 EBITDA창출과 더불어 배당금 등을 통해 안정적인 현금창출력을 나타내고 있다. 신규사업인 면세점 사업과 생산설비 투자, 계열관련 간접적 자금지원으로 순차입금이 점차 확대되고 있어 과거 대비 재무안정성은 다소 떨어진 상황이나 안정적인 현금흐름을 바탕으로 여전히 우수한 재무안정성을 유지하고 있다.

한편, 동사는 그룹은 핵심 계열사로서 계열사간 신용위험을 공유하고 있다. 종속회사인 두산중공업, 두산인프라코어, 두산엔진, 두산건설 등은 각 사업에서 양호한 사업기반과 경쟁력을 보유하고 있으나 적극적인 투자로 인한 차입금 확대로 재무부담은 높은 수준을 보이고 있다. 이에 두산 그룹은 비주력사업 매각과 더불어 두산밥캣 상장과 신종자본증권 발행 등을 통해 재무구조 개선에 노력하고 있다. 하지만 재무안정성 지표의 개선이 지연되는 가운데, 최근에는 자금조달 시장의 접근성이 약화되면서 동사의 신용도를 제약하는 요소로 작용하고 있다.

두산엔진 매각 추진 계획 등 재무구조 개선을 위한 재무정책이 유지될 전망이나, 계열 주력 사업의 영업환경 불확실성 증대, 두산건설의 우발채무 등을 감안하면 단기간 내 유의미한 재무구조의 개선 가능성은 높지 않고, 유동성 관리 부담 또한 당분간 지속될 전망이다.