

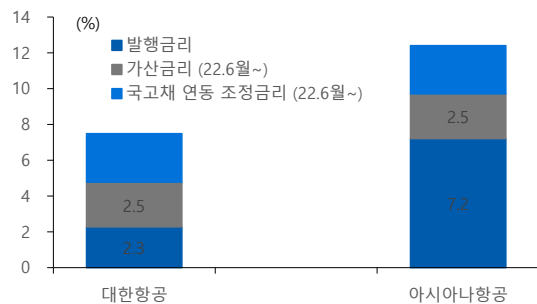


항공사 CB 금리의 Step up

1. 금리 가산에 직면한 항공사 CB

- 대한항공, 아시아나항공의 CB 3,000억원의 이율이 22.6월부터 가산될 예정.
- 최근 금리상승으로 양 사의 중도상환 의지는 높을 것. 대한항공은 5/23 기한인 콜옵션을 행사한 것으로 추정. 아시아나항공의 청구권 행사 기한은 6/23.
- 산업은행, 수출입은행은 20.4월 유동성 지원 과정에서의 CB 인수 취지와 작년 HMM의 전례에서 전환청구권 행사유인이 높음.

22.6월부터 이율이 급등하는 대한항공, 아시아나항공 CB. 각 사의 중도상환 의지는 높을 것

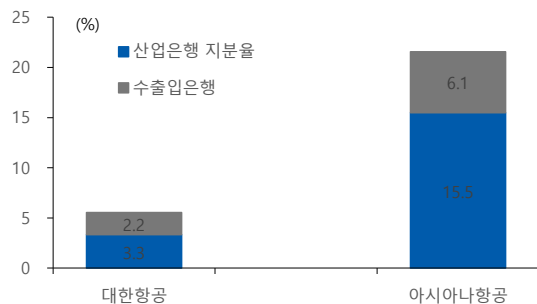


자료: 유안타증권 리서치센터

2. 유인은 높고, 규모는 큰 전환청구권 행사

- HMM은 CB 6,000억원의 이율 가산 부담으로 한국해양진흥공사가 전환청구권을 행사. 발표 익일 주가는 -8.5% 하락한 경험.
- 대한항공, 아시아나항공의 CB가 전환될 경우, 각각 5.5%, 21.6%

두 항공사의 CB 전환물량은 상당한 수준. 다만, 양사 합병 추진 주체로서 지분매각 가능성은 낮은 편



자료: 유안타증권 리서치센터

1. 금리 가산에 직면한 항공사 CB

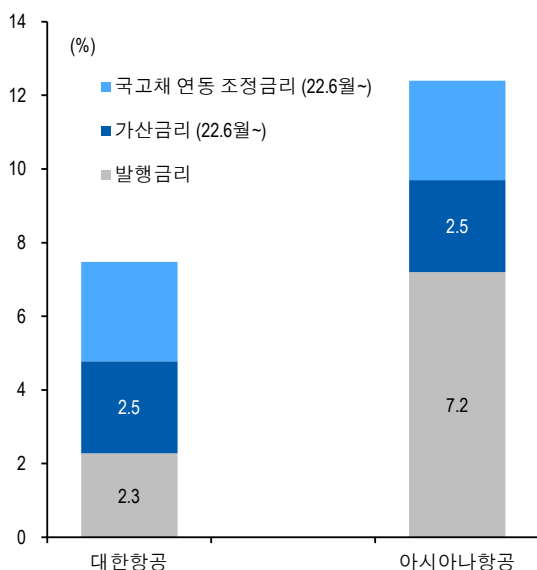
대한항공, 아시아나항공 발행 CB에 대한 산업은행, 수출입은행의 전환청구권 행사에 주목할 국면으로 생각된다. 20.4월 COVID-19 관련 유동성 지원의 일환으로 각 사별 3,000억원의 CB가 인수되었다.

문제는 금리 가산에 있다. 발행일 2년 경과 후부터 연 2.5%와 조정금리(국고채 2년 금리와 유사)가 가산되는데, 대한항공은 6/22일, 아시아나항공은 6/30일부터 가산된 이자를 상환해야 한다. 최근 금리상승으로 조정금리 충분도 높아 양사의 증도상환 의지는 높을 것으로 사료된다.

콜옵션(증도상환 권리) 행사는 대한항공은 30일이전, 아시아나항공은 5거래일 이전까지 가능하다. 대한항공은 기간이 경과되었지만, 콜옵션을 이미 행사한 것으로 판단된다. 아시아나항공은 추가 채권발행으로 자금을 상환할 계획에 있는 것으로 보인다.

산업은행, 수출입은행 관점에서는 콜옵션이 행사된다면 전환청구권을 행사할 유인이 높아 보인다. 1) 20.4월 CB 인수 과정에서 외국 재정지원의 '이익 공유' 사례가 인용된 바 있고, 2) 작년 HMM의 CB 전환에서는 이익 포기는 배임인 점과 타 정책금융의 재원인 점이 강조되었기 때문이다.

[차트1] 22.6월부터 이율이 급등하는 대한항공, 아시아나항공 CB. 각 사의 증도상환 의지는 높을 것



자료: 유안타증권 리서치센터

[표1] 20.4월 유동성 지원 당시 CB 인수 취지를 볼 때, 채권은행의 전환청구권 행사 유인도 높음

구분	대한항공	아시아나항공
CB 발행금액	3,000억	3,000억
가산 이자지급일	6/22(수)	6/30(목)
증도상환 행사 기한	5/23(월)	6/23(목)

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 유인은 높고, 규모는 큰 전환청구권 행사

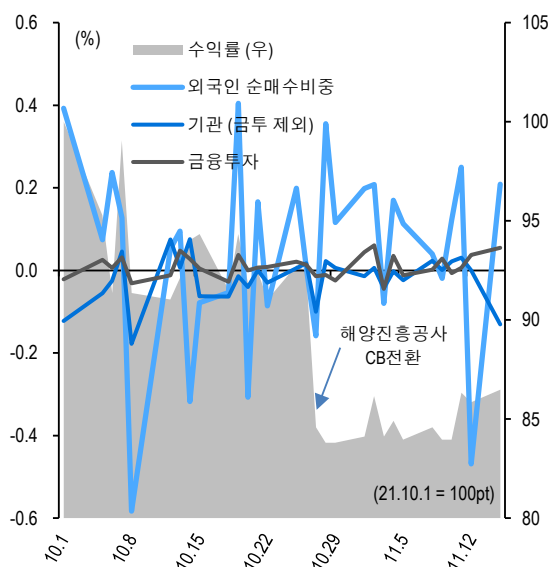
HMM의 경우, 17년 해양진흥공사가 인수한 CB 6,000억원의 이율이 22.3월부터 연 +3%가 가산되는(기존 연 3%) 부담에 직면하면서, 작년 10월에 중도상환을 결정했다. 채권자인 한국해양진흥공사는 12.9까지 전환청구권 행사가 가능했지만, HMM의 중도상환결정 발표 3일 후에(21/10/26) 전환청구권을 행사했다.

이전 HMM의 주가추이를 보면, CB 전환 오버행 이슈도 반영되었을 수 있지만, 중국의 전력난이 배경으로 지목되는 상해 컨테이너 운임지수 급락과 형다 리스크 등도 반영된 것 같다. 다만, 해양진흥공사의 전환청구권 행사 발표 익일 -8.5%의 주가하락은 등 이슈 영향으로 판단할 수 있다.

대한항공과 아시아나항공도 전환청구권이 행사될 경우, 단기センチ먼트에 부정적일 소재로 판단된다. 보유한 전체 CB를 주식으로 전환할 경우, 대한항공은 5.5%, 아시아나항공은 21.6% 수준이다. 특히, 아시아나항공은 최대주주 지분율이 24.1%(현재 30.8%에서 희석분 감안)임을 감안하면 전환물량의 규모는 상당하다.

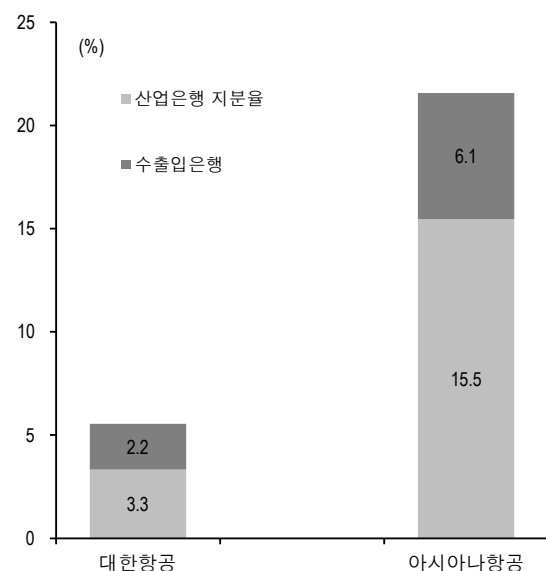
다만, CB 물량은 주식으로 전환될 뿐 매도 리스크는 낮다고 판단된다. 양사 합병과 유상증자를 추진하던 주체의 지분매각 가능성은 낮아 보인다. HMM도 CB만 전환되었을 뿐 해양진흥공사의 매도는 없었다.

[차트3] HMM은 해양진흥공사의 전환청구권 행사로 -8.5% 하락한 경험



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 두 항공사의 CB 전환물량은 상당한 수준. 다만, 양사 합병 추진 주체로서 지분매각 가능성은 낮은 편



자료: 유안타증권 리서치센터