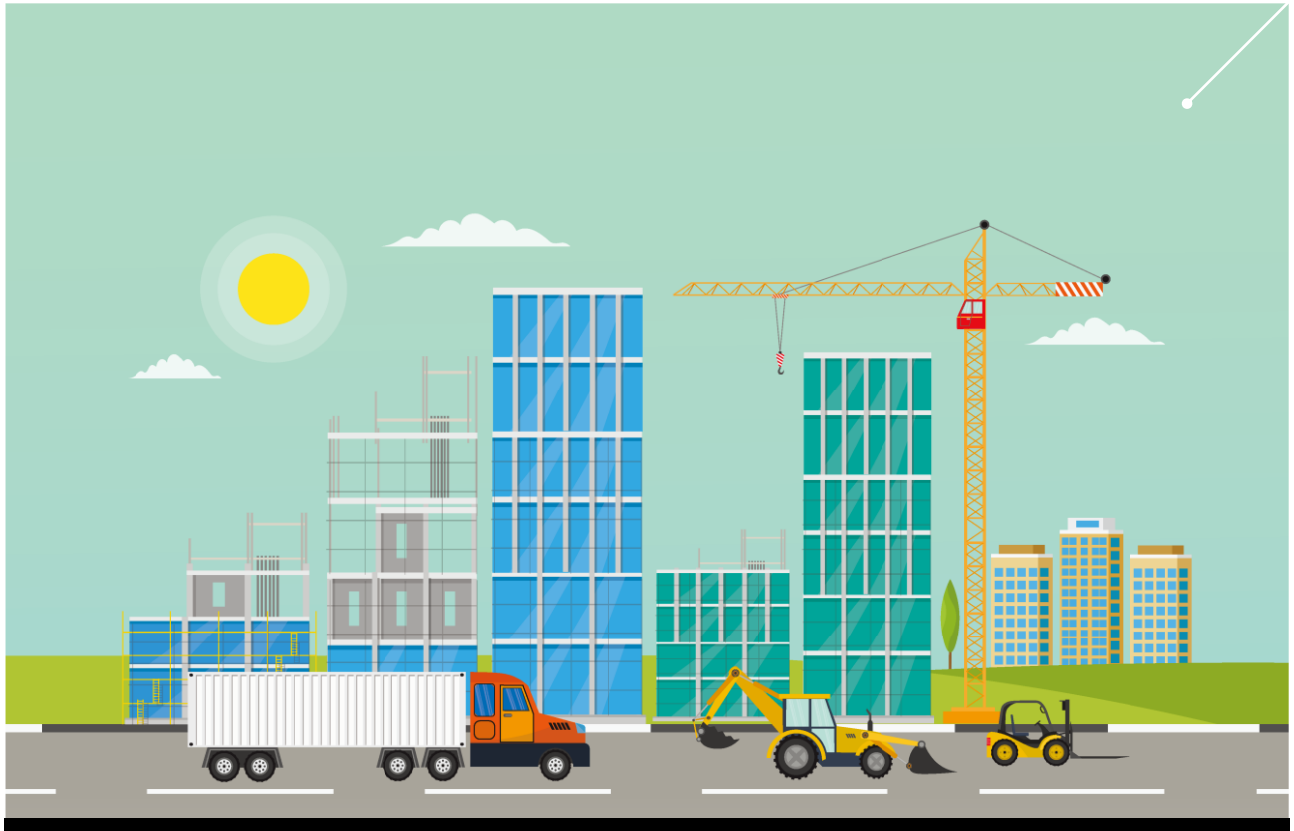
SECTOR
UPDATE

2025.11

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com



대체투자

2026년 전망
PE(Private Equity): 회복과 진화

삼성증권

PE(Private Equity)

PE는 대체투자의 과반 이상을 차지하는 메인 전략으로 전통자산과 낮은 민감도, 비상장 기업의 방대한 규모 고려 시 지속적으로 높은 투자 비중을 유지할 주요 대체투자 전략입니다. 주요국의 비상장 기업 매출은 80%대를 상회하고 2025년 PE 딜 다수가 상장기업의 비상장화였음을 고려 시, 공개시장에만 집중하면 포트폴리오 다각화와 추가적인 알파 창출이 어려워집니다.

2026년 PE시장은 긴 침체 끝에 회복을 예상합니다. ① 2024년 하반기부터 DPI (분배금/납입자본)개선, ② 2025년 주식시장 강세로 비상장 기업의 밸류에이션 갭 확대에 따른 매력도 상승, ③ 세컨더리 시장의 발전으로 유동성 공급이 이뤄지고 있음이 근거입니다. 일반적으로 PE의 엑시트 밸류는 금리와 역의 상관관계인데 금리 하락에 따른 딜 거래와 엑시트 활성화가 후행적으로 나타날 전망입니다. 이미 3분기 딜 거래는 분기 수치로는 최대를 기록하며 긍정적 신호가 나타났습니다.

2026년 글로벌 PE시장에 예상되는 변화는 세가지입니다. ① 바이아웃 전략 일변도에서 Growth, 카브아웃 딜 등 다양한 전략이 동반 성장할 전망입니다. Growth 전략은 바이아웃 대비 레버리지가 낮고 AI 등 새로운 혁신산업으로 성장성을 되찾고 있습니다. ② 저금리 시기에는 레버리지를 활용한 DPI 개선과 멀티플 확장이 대부분의 기업가치 증대 방식이었습니다. 그러나 급격한 가치 조정을 겪은 뒤 최근 미들마켓 중심으로 기업의 운영 개선 방식이 늘고 있습니다. ③ 2025년 3분기, BSL(Broadly syndicated loan)발행이 최고치를 기록하는 유동성 증가의 환경 속에서도 LBO 조건이 보수적으로 전환하며 PE딜에서 에쿼티 비중이 50% 이상으로 상승하는 추세입니다. 레버리지를 덜 쓸수록 기대 IRR은 축소될 수 있으나 리스크는 낮아집니다. 고금리 후유증을 겪은 뒤 PE시장은 점차 안정적이고 펀더멘털 중심으로 전환될 것으로 예상합니다.

2025년 분배금이 출자금을 상회하는 DPI의 회복 초기 단계를 거쳐, 2026년에는 회복 가속화 단계를 예상합니다. 대체투자 시장에서 투자자의 관심은 IRR에서 DPI로 전환이 뚜렷해지고 있습니다. DPI 개선은 PE에 투자금 재유입의 주요인입니다. 물론 2025년 분배금 개선에는 급격히 늘어난 Dividend recap(부채 발행으로 배당 지급) 영향을 간과하지 말아야 하나, 분배금의 바닥을 지나고 있음은 분명합니다.

PE 성과는 매크로 영향도 중요하지만 자산을 어떤 가격에 매입했는지가 중요합니다. 금융위기 이후부터 2018년까지의 빈티지가 양호한 성과를 보인 이유입니다. 현재 글로벌 비상장 기업의 밸류에이션 할인율이 공모 시장 대비 31%로 확대되었고 과대 평가되었던 PE업계의 밸류에이션은 코로나19 이전으로 회귀하고 있다는 점에서 현재의 빈티지는 상대적으로 매력도가 높습니다.

EXECUTIVE SUMMARY

PE 투자의 이유	• 포트폴리오 분산 효과, 전통자산과 낮은 민감도, 비상장 기업의 방대한 시장 규모 고려 시 PE 투자 필요성이 높아질 것 • 미국, 유럽, 아시아의 2022~2023년 비상장 기업 매출 비중은 86%, 상장 시장에만 집중할 경우 다각화 혹은 알파 창출이 어려움 • 2025년 들어 PE 딜 거래에서 특징은 상장기업의 비상장 전환 붐, 초대형 딜 대부분은 비상장화에서 발생
시장 점검	• 글로벌 PE시장은 2024년 저점 확인 후 2025년 들어 회복세이나 예년 대비 여전히 부진, 주요인은 엑시트가 막히며 LP의 유동성 압박 • 3분기 딜 거래는 최대 분기 수치 기록. Electronic Arts(비상장 전환, 550억 달러)의 기여, 딜 증가는 결국 시차를 두고 엑시트 활성화를 시사 • 과거 바이아웃 중심의 PE시장이었으나 카브아웃(분할매각), Growth, 애드온 등 다양한 방식의 거래가 동반 증가할 전망 • 과거 기업가치 증대 방식은 레버리지를 활용한 DPI 개선과 멀티플 확장이었으나 2024년 이후 기업의 운영 효율성 개선으로 근본적 변화
밸류에이션 정상화	• 장기간 공개시장을 상회하는 성과를 창출해 온 PE는 2023년부터 성과 하락, 2025년 주식시장 호황으로 S&P 500이 모든 사모전략을 상회 • 상장-비상장 기업간 밸류에이션 갭 확대, 괴리율은 2015년부터 평균 15.2%, 2025년 30.6%로 확대, 비상장 기업의 밸류에이션 매력 상승 • 2025년 상반기부터 바이아웃 펀드와 M&A 딜의 밸류에이션은 코로나19 이전인 2017~2019년 수준으로 회귀 중 • 2026년 금리 인하, 인플레이션 완화, 신용시장 개선, 자산의 질 개선이 밸류에이션 정상화 요인으로 작용할 것
2026년 변화	• PE는 장기간 북미 주도의 시장이었으나 북미의 정책 불확실성, 유럽의 낮은 밸류에이션 등으로 유럽으로 점차 투자 분산 예상 • 최근 유럽에서도 메가딜이 다수 이뤄지는 추세, 유럽PE의 밸류에이션은 EV/EBITDA 기준, 30% 가량 할인 • 북미 대비 시장은 작지만 유럽은 오너 경영 방식이 많고 승계 솔루션 및 성장자금 조달 수요가 높아 PE시장 잠재력이 높음 • BSL 발행이 최고치를 기록하며 신용시장 개선이 뚜렷하나 LBO 자본구조에서 에쿼티 비중이 50% 이상으로 증가, 보수적 기조가 이어질 것
결론	① 2026년 글로벌 PE시장은 회복의 원년이 될 전망. DPI 개선, 엑시트 활성화, 밸류에이션 매력이 근거 ② 2025년부터 분배가 출자금을 상회하는 회복 초기 신호. 2021년 고가 매입 자산의 수익 개선, 세컨더리 시장 확대로 유동성 공급의 영향 ③ 금리 인하, 정책 불확실성 완화, 비상장 기업과 상장기업간 밸류에이션 갭 확대 등으로 현재 빈티지의 수익성 상승 여력 잠재 ④ DPI 개선에 주요 역할을 하는 세컨더리 시장은 엑시트 환경의 근본적 변화를 야기하며 대안에서 주류 전략 중 하나로 부상할 전망

자료: 삼성증권

PART 01

2026년 시장 전망

REPORT
CONTENTS

01 PE 시장 리뷰 06p

1) PE 투자의 이유
2) 자금모집: 반등
3) 딜 거래: 3분기, 분기 최대 수치 기록

02 투자전략과 엑시트 방식의 변화 09p

1) 카브아웃과 Growth 전략
2) 기업가치 증대 방식, 레버리지보다 운영 개선으로
3) 비상장화(Take-private) 붐
4) 세컨더리, 대안에서 주류로

03 밸류에이션 14p

1) 할인율: 코로나 이전으로 회귀
2) 섹터별: 테크가 주도
3) 규모별: 미들마켓의 기회
4) 구조적 변화: 에쿼티 비율 상향

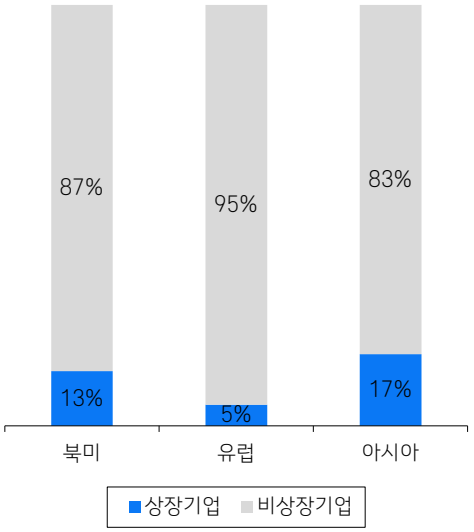
04 2026년 전망 21p

1) DPI: 2026년 회복 본격화 단계
2) 현재 빈티지의 매력

PE 투자의 이유

- **포트폴리오 분산 효과, 전통자산(주식/채권)과의 낮은 민감도, 비상장 기업의 방대한 규모 고려 시 대체투자 필요**
- 미국 주식-채권 상관계수는 점차 상승하며 전통 자산 외의 자산으로 포트폴리오 배분 필요
- 미국/유럽/아시아 기준, 2022~2023년 비상장 기업 매출 비중은 86%로 상장기업 상회, 상장 시장에만 집중할 경우 알파 창출이 어려움
- 사모대체 리스크를 관리하기 위한 전세계적인 금융당국의 제도 강화와 LP들의 투자기준 세분화 추세
- 대체투자에 리테일 자금 유입, 시장 성장에 기여. 글로벌 사모대체 에버그린 펀드 개수는 90여개, 5~10% 내외 연환산 수익률 시현 중

글로벌 주요국의 비상장 기업 매출



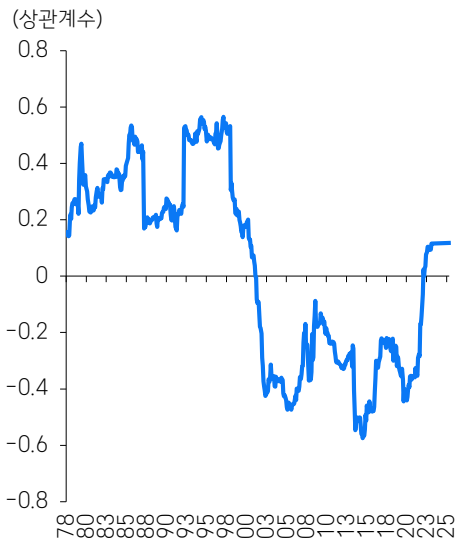
참고: 2022~2023년 평균 매출 기준
자료: S&P CapitalIQ, 월드뱅크, 삼성증권

에버그린 펀드의 지수 성과

	시작일자	펀드 수	순자산 (십억달러)	연환산 수익률
전체 펀드	2013년 8월	111	101.8	5.4%
사모자산 전체	2014년 2월	95	97.1	5.5%
사모대출	2014년 5월	62	63.7	5.2%
부동산	2018년 2월	12	13.2	4.0%
인프라	2024년 2월	5	3.8	10.1%
PE	2024년 5월	8	6.3	11.1%
멀티에셋	2025년 2월	5	8.9	8.8%
세컨더리	2019년 11월	22	20.2	8.4%

참고: 2025년 4월 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

미국 주식-채권 상관계수

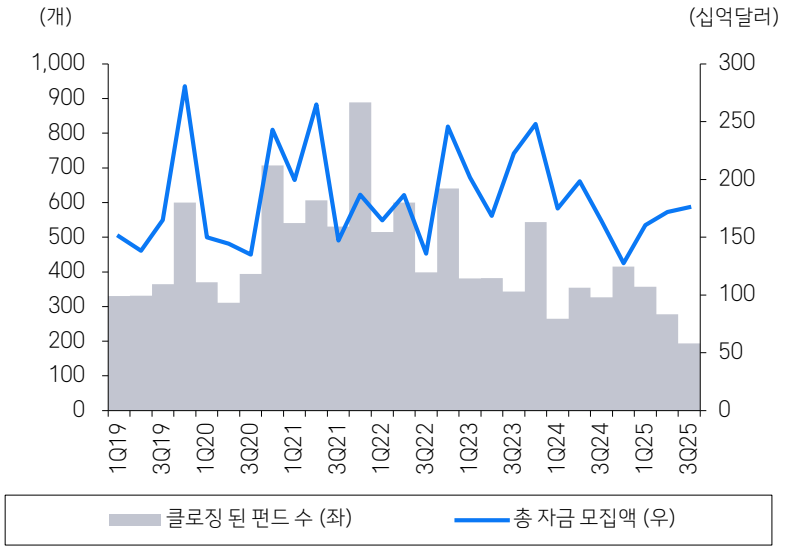


자료: Bloomberg, 삼성증권

자금모집: 반등

- 글로벌 PE펀드 자금 모집액은 2024년 저점 확인 후 2025년 들어 회복세이나 예년 대비 여전히 부진
- **2024년부터 DPI (분배금/납입자본) 개선, 2025년부터 비상장 기업의 멀티플 회복, 세컨더리 및 CV펀드 성장으로 2026년 자금모집 가속화 예상**
- 3분기 클로징된 펀드 수는 감소했으나 자금 모집액은 117억 달러로 전분기 대비 크게 증가. 10억달러 이상 메가펀드의 영향력 확대에 따른 것
- 매크로 불확실성 속에서 LP들은 성과 입증된 상위 GP에 선별적으로 접근, 양극화 심화

글로벌 PE펀드, 자금 모집액 반등



자료: Preqin, 삼성증권

2025년 상반기 클로징된 PE 메가펀드

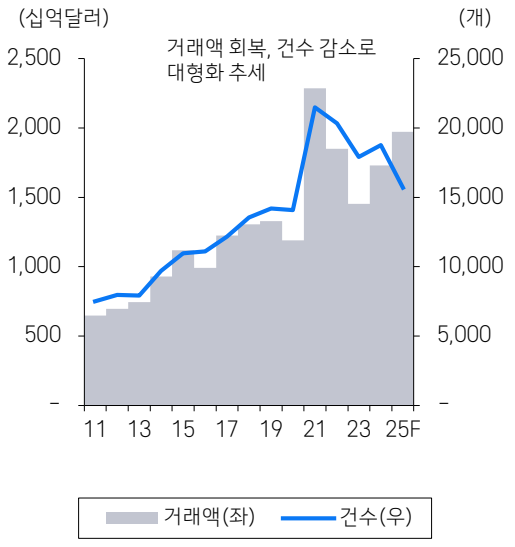
펀드명	운용사	규모 (십억달러)	펀드 종류
Ardian Secondary Fund IX	Ardian	30.0	바이아웃
EQT XI	EQT	26.1	바이아웃
Advent International GPE XI	Advent International	26.0	바이아웃
Blackstone Capital Partners IX	블랙스톤 캐피탈 파트너스	21.0	바이아웃
Goldman Sachs Vintage X	골드만삭스	17.5	Diversified
Insight Partners XIII	Insight Venture	10.0	바이아웃
Providence Strategic Growth VI	PSG	6.0	Growth

자료: Aranca, 삼성증권

딜 거래: 3분기, 분기 최대 수치 기록

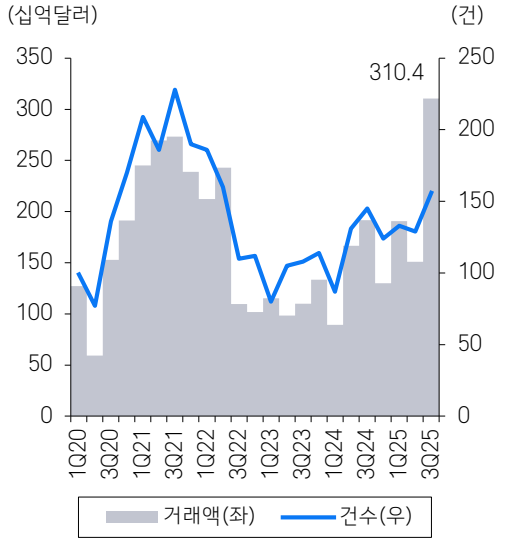
- 2025년 상반기 관세정책으로 PE 딜 타격. 그러나 점차 공급망 병목이 완화되고 B2B 산업도 관세 불확실성이 해소되며 딜 회복세
- 상반기 딜 거래는 **테크와 B2B 산업이 견인하는 가운데 비상장 전환 붐과 메가딜의 특성**. 애드온, 카브아웃, Growth 등 모든 전략에서 증가
- 메가딜 증가: 딜 건수는 감소했으나 대형 딜이 주도하며 거래액 증가, 3분기 10억 달러 이상 메가딜은 역대 최고 수준. EA의 LBO(550억 달러)가 대표적
- 3분기 딜 거래액은 분기 최대치인 3,104억달러. 건수도 2022년 이후 최대치(156건), 연간 거래액은 2007년 고점 이후 두번째로 큰 해
- 딜 거래 증가는 결국 엑시트 증가를 시사, 아직 엑시트 시장은 부진하나 시차를 두고 엑시트 활동도 개선될 전망

글로벌 PE 딜 거래



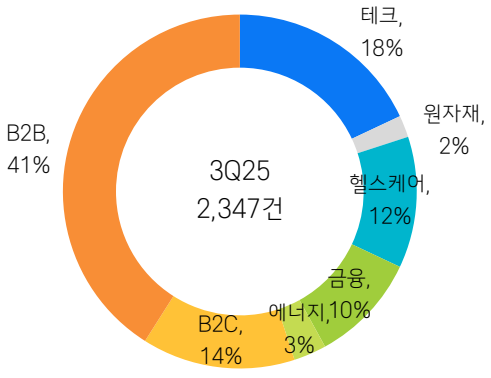
참고: 2025년 수치는 상반기 기준 수치를 연환산한 것
자료: Pitchbook, 삼성증권

3분기 메가딜은 역대 최고치 수준



참고: 1억 달러 이상 딜 합계 기준, EA LBO(550억달러), Air Lease(280억달러), Sempra Infra(10억달러), Dayforce(123억달러)
자료: Dealogic, 삼성증권

3분기 누적 PE 딜 거래액 산업별 구분



자료: Preqin, 삼성증권

① 카브아웃과 Growth

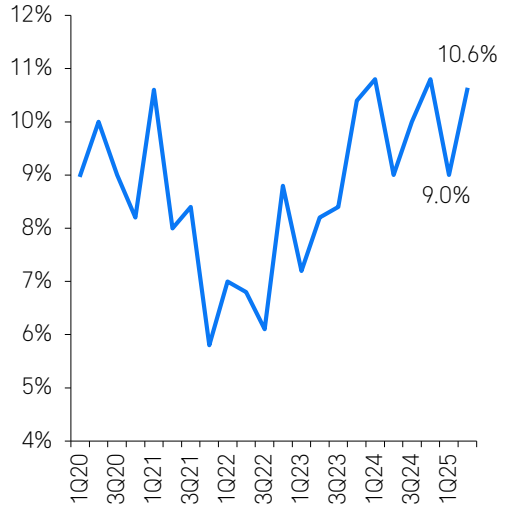
- 카브아웃딜: 상반기 불확실성으로 미뤄졌으나 하반기 빠르게 재개. 무역정책 불확실성 해소, 기업들의 비핵심 자산 정리, 고성장 산업 재투자 기조
  - PE는 검증된 사업부를 합리적 가격에 인수할 기회, 2023년 이후 꾸준히 바이아웃 펀드 내 10% 내외 비중 차지
- Growth 전략: 2025년 들어 꾸준히 증가해 3분기까지 PE 시장 내 23.2% 비중 차지, 과거 5년 평균 19.1%를 상회
  1) 기업들이 기존대비 매력적 조건으로 신규 자본을 유치하려 하며, 2) 시장에 데이터 접근성이 높아지며 데이터 기반의 투자전략이 가능해지고 있음
  - Growth는 바이아웃 펀드의 절반 수준이나 전액 에쿼티 투자 방식으로 레버리지를 최소화하며 고성장 기업의 공급 활성화
- **바이아웃 펀드 대비 레버리지가 낮고 밸류에이션이 부담스럽지 않으며 AI 등 새로운 혁신산업**으로 성장성을 되찾으며 자금모집 원활
- 섹터별로는 테크, 헬스케어, B2B 딜 활성화, 소비재 관련 섹터는 관세정책 영향으로 저조

2025년 주요 카브아웃 딜 사례

인수대상	매도자	매수자	규모 (십억달러)	발표시기
Digital Aviation Solutions	Boeing	Thoma Bravo	10.6	2025년 4월
Small Cell Solutions 사업부	Crown Castle	EQT AB, EQT Active Core Infrastructure	4.3	2025년 3월
Energy Assets/Middle River Power의 포트폴리오	Energy Assets/Middle River Power	Partners Group	2.2	2025년 3월
Aramids 사업부	DuPont	Arclin	1.8	2025년 8월
Global Cellulose Fibers	International Paper	American Industrial Partners (AIP)	1.5	2025년 8월
Topgolf 사업부	Topgolf Callaway	Leonard Green	1.1	2025년 11월
Hospital Solution 사업부	Sabre Corp.	TPG Capital	1.1	2025년 4월

참고: 2025년 6월 말 기준
자료: S&P Global, 삼성증권

바이아웃 펀드에서 카브아웃 딜 비중

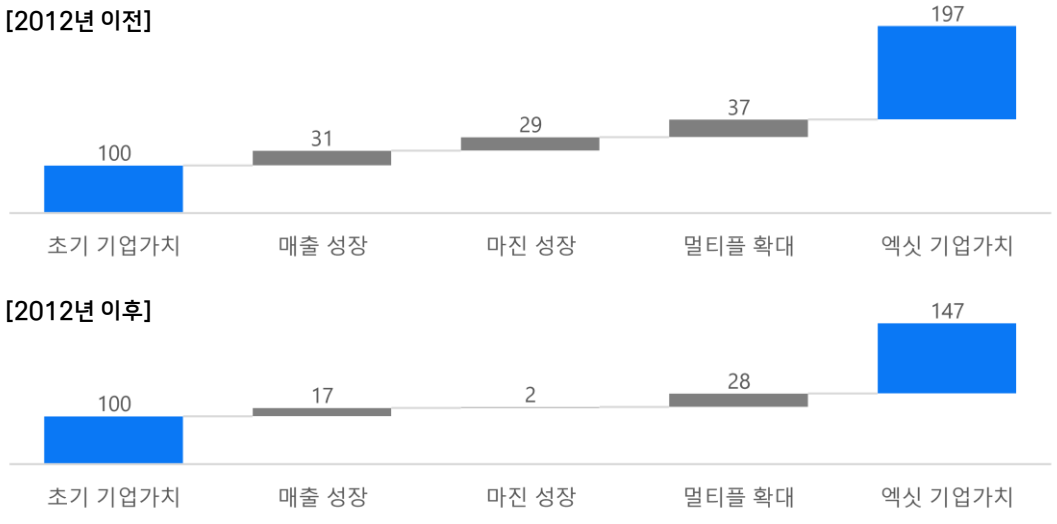


자료: Pitchbook, 삼성증권

② 기업 가치 증대 방식 변화: 레버리지보다 운영 개선

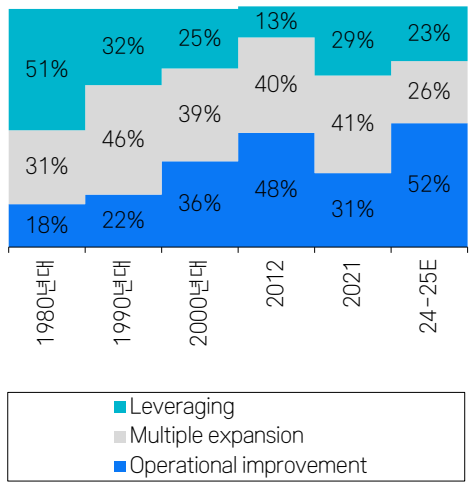
- 저금리 시기에는 레버리지를 활용한 DPI 개선이 주를 이뤘으나, 2023년 이후에는 기업의 운영 효율성 개선에 집중하기 시작
- 스폰서들은 예전처럼 운영 개선을 이루지 못하며 밸류에이션 압박을 느끼게 됨
  - 카브아웃의 경우, 2012년 이전 분할된 기업은 투자기간 매출과 마진을 31%, 29% 상향시켜 기업가치 증대를 이룸
  - 2012년 이후 매출 증대율은 17%, 마진 증대율은 2%로 축소. 멀티플 확대도 이와 비례해 하락
- 2021년까지 레버리지와 멀티플 확대로 기업가치 증대를 꾀했다가 급격한 가치 조정을 겪은 뒤 최근 미들마켓 중심으로 운영 개선이 이뤄지고 있음
- **과거 레버리지 중심의 구조 개선에서 전환하는 근본적 변화 예상**

포트폴리오 기업의 가치 증대 방식



자료: Bain

글로벌 PE의 가치 상승 방식 변화

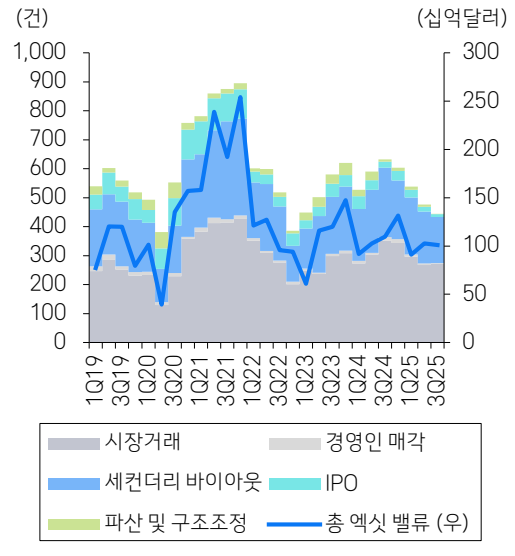


자료: BCG, EY

① IPO,M&A: 전통 방식의 엑시트는 부진

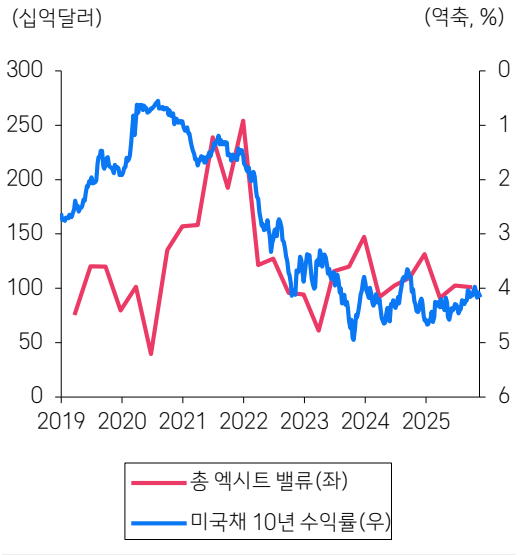
- 전통적 엑시트 방식인 IPO와 M&A의 장기간 침체가 PE시장 DPI 하락의 주요인. 관세정책 및 고금리 후유증 지속
- 주요 엑시트 방식이던 전략적 매각(Exits to corporate)도 급감. 엑시트 밸류 대비 비중은 2분기 60%→ 3분기 39%. 기업들이 신중해지며 대형 딜 지연
- 2025년 들어 IPO는 잠깐 회복되었다가 10월 미 정부 셧다운으로 SEC가 IPO 승인을 중단하며 경색, 그러나 점차 IPO 재개될 전망
- 스폰서-스폰서 엑시트는 엑시트 밸류의 42%를 차지, 가장 일관적이고 안정적 엑시트 창구
- **2026년 엑시트 시장 개선 예상. 딜과 엑시트 실적은 금리에 좌우**. 9월 금리 인하로 GP와 포트폴리오 기업의 차입비용 하락 예상
  - 더불어 2025년 주식시장 호황으로 IPO 환경 개선. 3분기 스폰서 딜의 IPO는 128억 달러로 2022년 이후 분기 수치로는 최대를 기록, 긍정적 신호

엑시트 밸류는 장기간 정체



자료: Preqin, 삼성증권

엑시트 밸류는 금리에 좌우



자료: Preqin, FRED, 삼성증권

3분기 글로벌 IPO 메가딜

회사	상장일자	국가	규모 (십억달러)
Zijin Gold International	2025년 9월	홍콩	3.2
Figma	2025년 7월	미국	1.2

자료: Preqin, 삼성증권

② 비상장화(Take-private): 붐

- 2000년 미국의 상장기업은 약 7천개→2024년에는 4천개로 감소, **PE는 상장기업의 사모화 전략을 적극 추진 중이며 비상장 시장에서 더 큰 가치 창출**
- 공개 시장에는 테크 등 일부 섹터 편중 현상이 나타나므로 다각화가 어려움, 비공개 시장에서 다각화 전략이 가능
- 3분기 EA(550억 달러)의 비상장화 거래가 PE 딜 거래 반등을 견인, 북미 PE거래의 43%를 차지. IPO시장이 침체되며 더 많은 기업들이 비상장화 선택
- 비상장화 달은 2025년 들어 건수는 줄었어도 딜 규모는 역사적 최대. 중장기적으로 PEF가 개입하는 비상장화 증가 전망

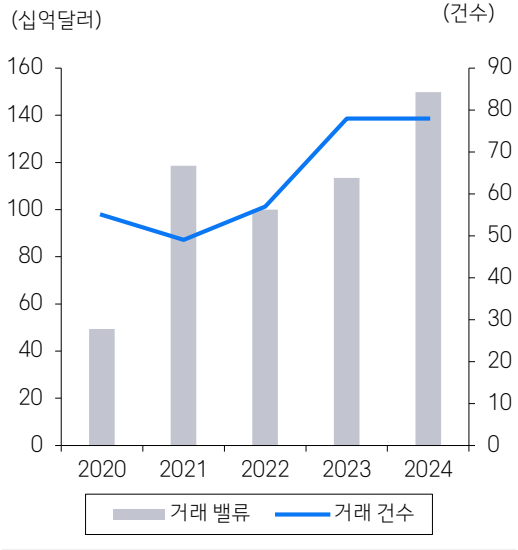
3분기 최대 딜인 Electronic Arts 거래

비상장화 관련 주요 내용

- 2025년 9월, Electronic Arts는 Public Investment Fund (PIF), 사모펀드 Silver Lake, Affinity Partners 등으로 구성된 컨소시엄과 약 550억 달러 규모의 계약 체결
- 주당 인수가격은 210 달러이며, 이는 발표 직전 EA의 주가 (9월 25일 종가 기준 168달러) 대비 25%의 프리미엄이 붙은 가격
- 550억 달러의 인수금액 중 360억 달러는 지분 출자, 200억 달러는 부채로 조달될 예정이며, JP모건이 단독 제공
- 거래 종결 예상 시점은 2027년 1분기

자료: 언론기사, 삼성증권

비상장화 건수



자료: S&P Global, 삼성증권

2023~2025년 비상장화 딜

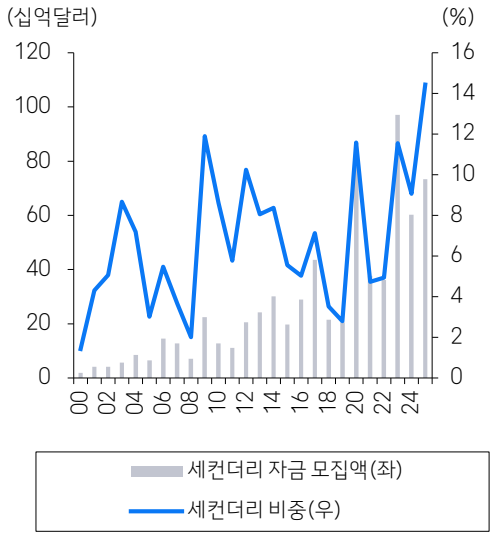
인수대상	매수자	규모 (십억달러)
Endeavor Group	Silver Lake Technology Management	21.5
Catalent	Novo Holdings, Novo Nordisk Fonden	16.5
Adevinta ASA	General Atlantic Service, TCMI, Permira Advisers등	14.6
Qualtrics International	Silver Lake Technology Management, CPPIB	10.4
Atlantica Sustainable Infrastructure	Energy Capital Partners, ECP V	7.9
Syneos Health	Veritas Capital Fund Management, Elliott Investment 등	7.4
Squarespace	General Atlantic Service, Accel Partners, Permira Advisers 등	7.3
Smartsheet	Vista Equity Partners, Blackstone 등	7.3

자료: 언론기사, 삼성증권

③ 세컨더리: 핵심은 유동성

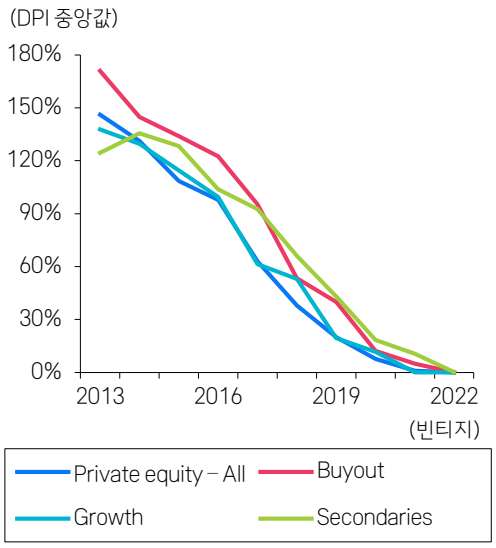
- **LP가 IRR보다 DPI를 우선시하는 기조**가 형성되며 PE 세컨더리 시장은 빠르게 성장
- 포트폴리오에서의 자본 회수가 중시되기 시작. IPO와 M&A가 제한적인 상황에서 LP들은 세컨더리 전략을 적극 활용하기 시작
- 세컨더리는 펀드 수명 중후반에 형성되어 프라이머리 대비 빠른 현금흐름 회수가 가능, 매각자는 기존 포트폴리오의 유동성 확보
- 세컨더리 전략은 신빈티지에서 기타 전략 대비 높은 DPI 추이를 보였으며 NAV 할인율로 인해 전체 PE 전략 대비 높은 IRR
- 세컨더리 전략의 주요 방식인 CV(컨티뉴에이션 펀드), 에버그린 펀드 등 더 다양한 유동성 도구가 확산. PE시장은 이제 성장에서 재편 및 진화 단계

PE 세컨더리 모집액 및 비중 추이



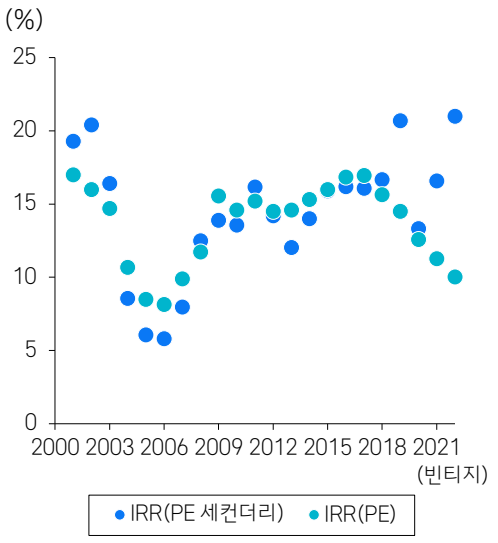
참고: 전체 PE 펀드 자금 모집액 중 세컨더리 전략의 비중
자료: Preqin, 삼성증권

신빈티지 중 세컨더리 전략의 DPI 우세



자료: Preqin

신빈티지 PE 세컨더리 IRR 개선

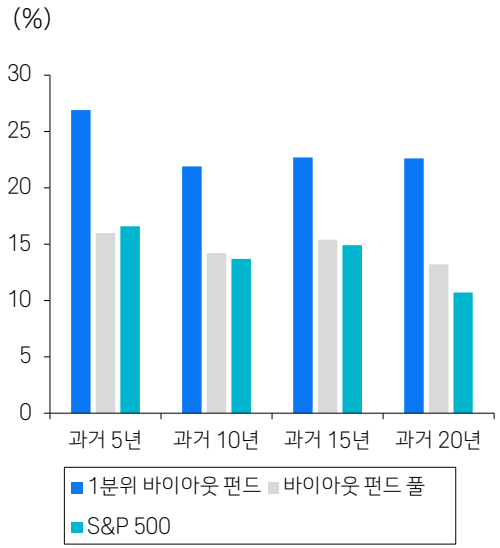


참고: 펀드별 IRR 중앙값 기준
자료: Preqin, 삼성증권

할인율: 공모시장 대비 할인

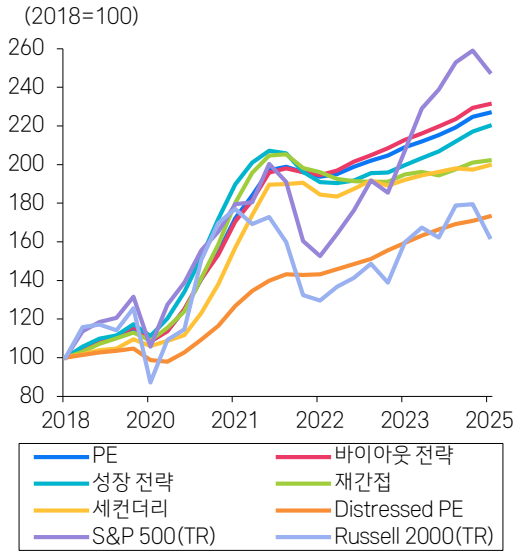
- 북미 바이아웃 펀드는 역사적으로 S&P 500을 초과하는 수익을 달성해왔으나 2025년 주식시장 호황으로 S&P 500 지수가 모든 사모 전략을 상회
- 상장-비상장 기업간 밸류에이션 갭 확대, 2015~2025년 3분기 평균 괴리율은 15.2%→2025년 괴리율은 30.6%, 비상장 기업의 밸류에이션 매력 상승
- 비상장 기업은 2021년 저금리 및 우호적인 엑시트 환경으로 밸류에이션 고평가, 이후 지속적 조정과정
- 2026년, 밸류에이션이 하락한 상황에서 DPI가 바닥을 확인하는 시기. **어려운 시기의 빈티지는 중장기적으로 PE 전략의 수익 극대화 가능성을 높임**
- 한편, 사모시장의 기업가치 평가는 과거 실적과 경기 사이클에 따른 업종별 상이한 평가 기준으로 공개 시장과 다른 방식으로 이뤄짐
  - 공개시장은 단기 투자심리와 트렌드 및 이벤트에 영향을 많이 받음. 사모시장에서는 기업과 경영진에 대한 철저한 실사 가능, 상장주식과 가장 큰 차이

바이아웃 수익률은 증시를 상회해 왔으나



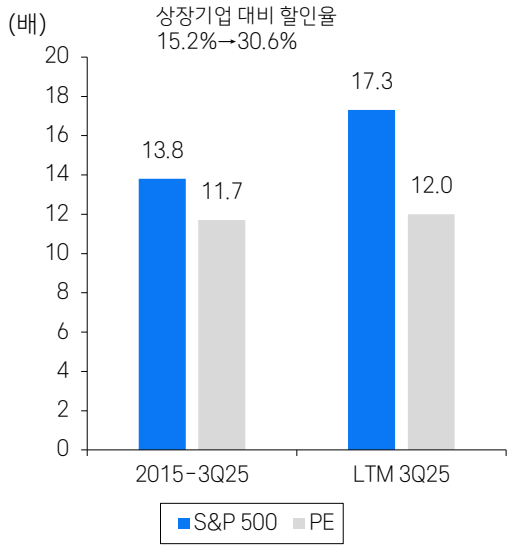
참고: 2Q25 종가 기준 과거 데이터 비교
자료: Pitchbook, 삼성증권

2025년, 주식시장은 크게 아웃퍼폼



자료: Preqin, 삼성증권

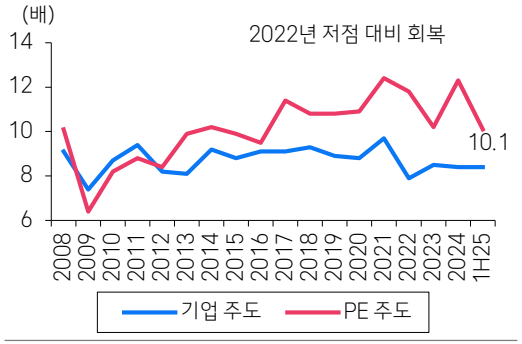
공개 주식시장과 멀티플 괴리 확대



참고: 3Q25 종가 기준 과거 데이터 비교
자료: Pitchbook, 삼성증권

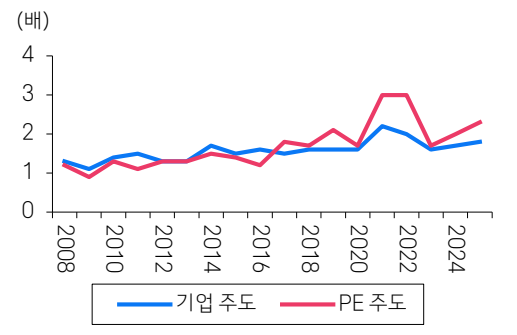
할인율: 코로나19 이전으로 회귀

M&A딜 EV/EBITDA 멀티플 추이



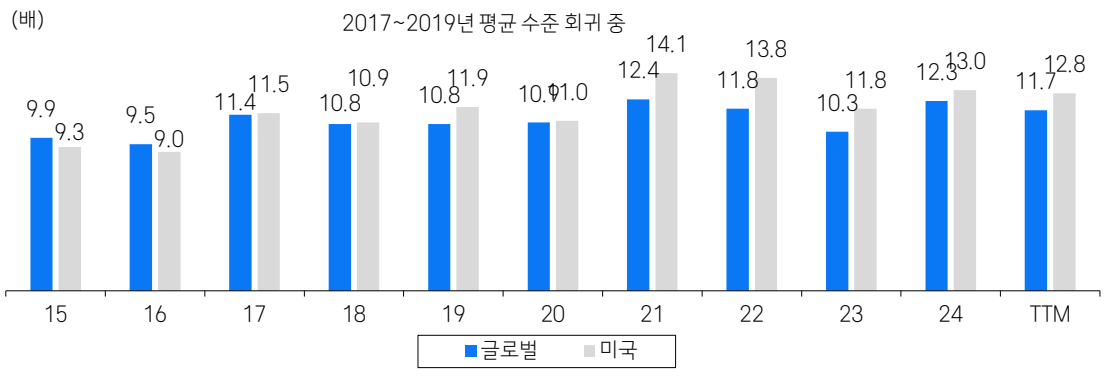
참고: 북미, 유럽 대상
자료: Preqin, 삼성증권

M&A딜 EV/매출 멀티플 추이



참고: 북미, 유럽 대상
자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 및 미국 바이아웃 EV/매출 배수



참고: 2025년 6월 말 기준
자료: Preqin, 삼성증권

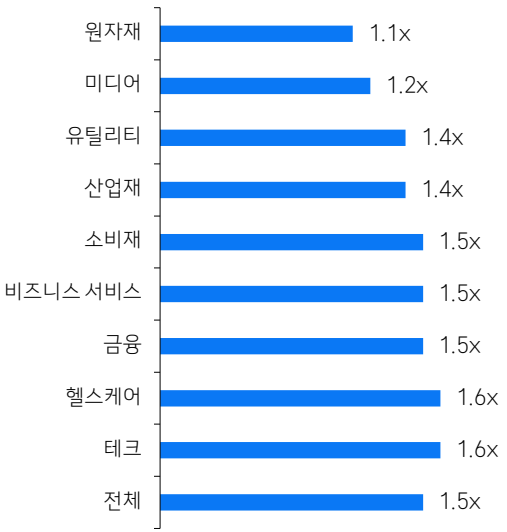
- 2025년 상반기 글로벌 PE 주도 M&A의 EV/EBITDA 배수는 중앙값 기준 10.1배로 2021년, 2024년의 12배 대비 하락
- EV/매출 배수도 2021년 고점 이후 지속 하락해 멀티플 차익거래 기회 형성, 최근 글로벌 M&A와 바이아웃 펀드의 밸류에이션은 코로나19 이전 수준으로 점차 회복세
- 금리 인하로 고금리 기간 누적된 엑시트 대기 물량이 대량 출회 전망, 딜 활성화 예상
- **금리 인하, 인플레이션 완화, 신용시장 개선, 자산의 질 개선이 밸류에이션 정상화** 요인

투자 대상

섹터별: 테크 주도의 시장

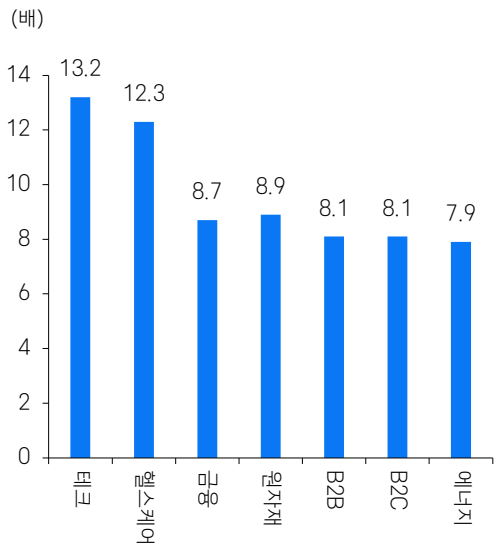
- 고성장/서비스 산업이 안정적이고 높은 MOIC((누적 회수금+ 미실현가치)/투자 원금)를 보여 옴. 2025년 소프트웨어 및 IT서비스가 가장 수익성 높은 분야
- 테크 섹터의 3분기까지 딜 가치는 2,213억 달러로 이미 2024년 전체 총액 1,885억 달러 돌파. EA의 550억달러 LBO 영향이 큼
- 장기적으로 테크, 헬스케어, B2B의 수익성이 양호할 전망. 관세정책으로 에너지, 산업재 등은 편차가 클 전망
- **2026년, 금리 인하 효과로 전반적인 섹터에서 MOIC 개선 예상**

섹터별 MOIC (Multiple on invested capital)



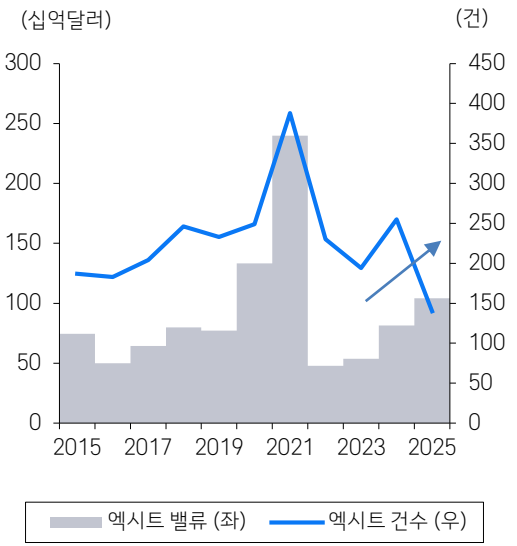
참고: 2018~2Q25 중앙값 기준
자료: DealEdge, 삼성증권

섹터별 EV/EBITDA 멀티플



참고: 2Q25 기준 중간값
자료: DealEdge, 삼성증권

테크 부문 엑시트 활동

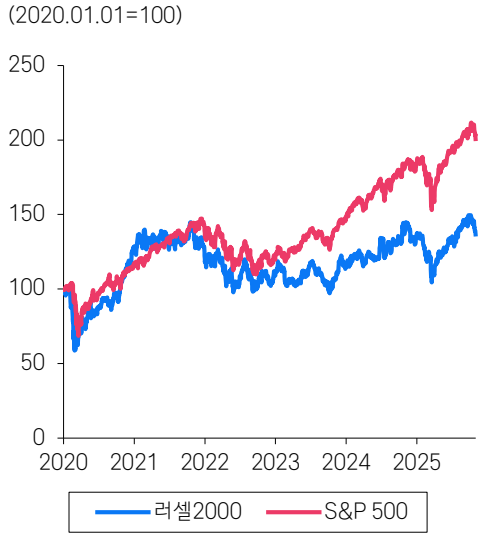


참고: 2Q25 기준 중간값
자료: DealEdge, 삼성증권

규모별: 미들마켓의 기회

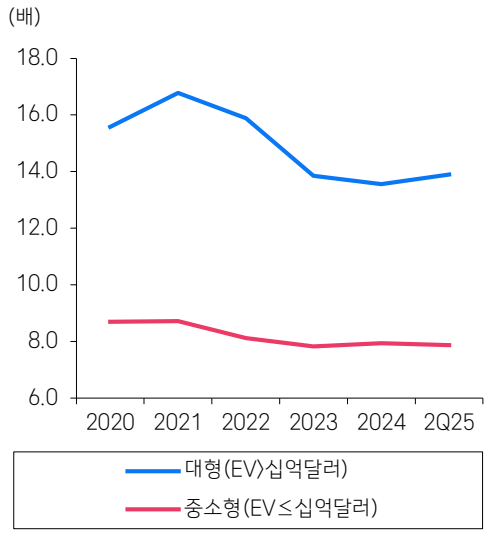
- 대형 기업에 집중 투자하는 메가펀드는 2020~2022년 사상 최대 규모 자금모집을 완료했으나 대규모 드라이파우더를 보유한 채 배치속도 둔화
- 중소 기업은 대기업과 40~50% 내외의 밸류에이션 할인 지속, 중소기업은 딜 거래 시 실사에 더 오랜 시간이 걸리고 철저한 준비 후 매각하기 때문
- **효율성이 낮고 기업의 최적화가 덜 된 중소기업에 PEF를 통한 가치 창출의 효과가 커질 수 있음**. 반면 대기업은 비용 효율성에 중점을 두는 경우가 많음
- 대형주는 IPO에 의존도가 높지만 중소형주는 M&A를 통한 엑시트가 증가세
- 시장 유동성이 증가하며 2026년, 미들마켓(중소 기업) 중심으로 딜 거래 정상화 예상

대형주 아웃퍼폼, 2024년 이후 뚜렷



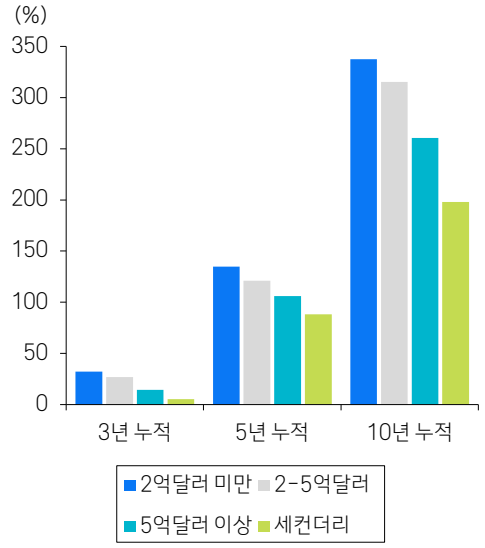
자료: Bloomberg, 삼성증권

중소 기업의 멀티플 할인



참고: EV/EBITDA 멀티플 기준
자료: Schroders Capital

소규모 기업에서 바이아웃 수익 극대화



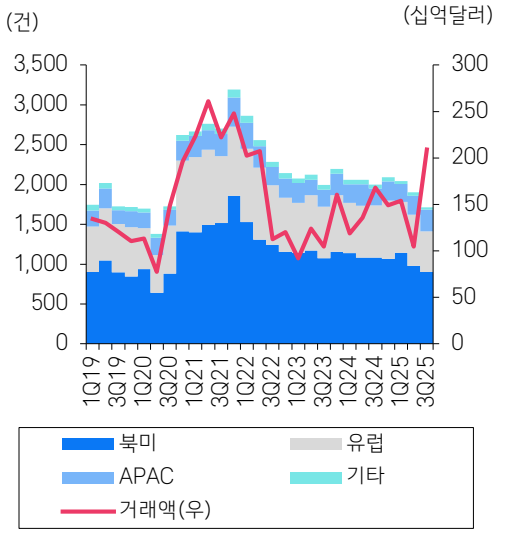
참고: 1Q25 기준 과거 데이터 total Return 비교
자료: Preqin

투자 대상

지역: 북미 주도의 시장이었으나

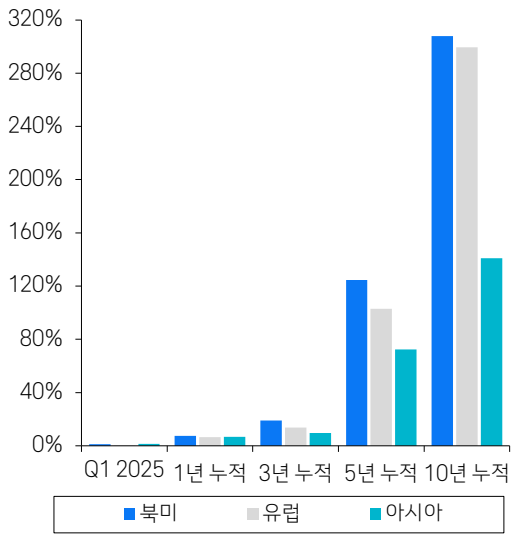
- 북미는 가장 큰 PE시장, 연간 북미의 PE펀드 자금 모집은 유럽의 2.4~3배 수준, 3분기에도 압도적으로 자금 모집 규모가 컸음
- 그러나 바이아웃 딜은 유럽은 꾸준한 반면 북미는 고금리, 정책 불확실성을 겪으며 하락
- 수익률은 북미가 압도적으로 높지만 **장기 시계열로 갈수록 유럽과 격차 축소**

북미 바이아웃 딜 건수 감소, 유럽 꾸준



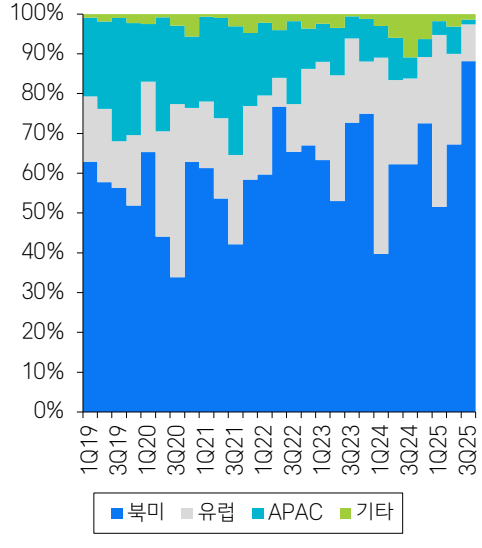
자료: Preqin, 삼성증권

수익률은 북미가 소폭 우월



자료: Preqin, 삼성증권

모집액은 북미 주도



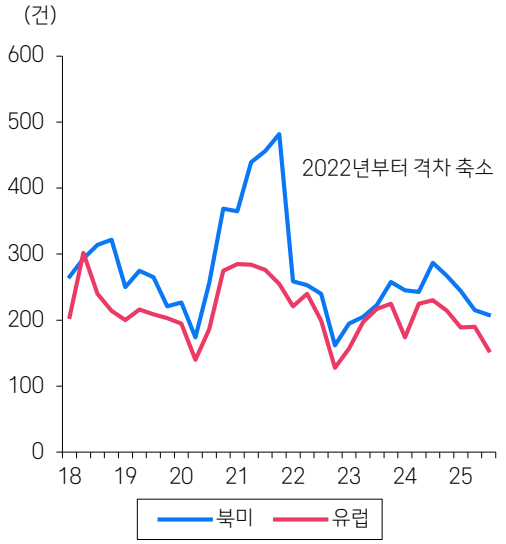
자료: Preqin, 삼성증권

투자 대상

지역: 유럽으로 분산 예상

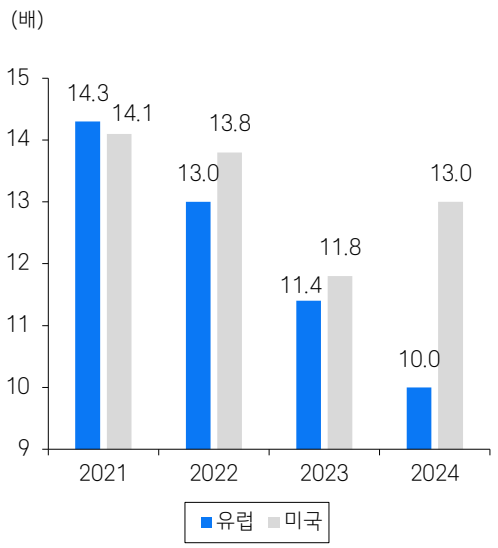
- 엑시트 건수는 북미 대비 유럽이 상대적으로 꾸준. 유럽에서도 50억 달러 이상의 메가딜 거래 다수가 이뤄지는 추세
- 거래유형별로 유럽 PE 딜은 PEF로 매각이 50% 이상을 유지해 옴
- 북미 대비 시장은 작지만 유럽은 오너 경영방식의 비중이 높고 **승계 솔루션과 성장자금 조달 수요가 높아 PE시장의 성장 잠재력이 높음**
  - 코로나19 이후 새로운 변화를 맞이하며 오너들은 FI (재무적 투자자)를 파트너로 생각하기 시작, 테크 기업의 경우 창업자의 회사 매각 의향도 높아짐
- 일부 유럽 및 캐나다 연기금은 PE 투자 비중을 미국보다 유럽에 더욱 확대하기로 하는 등 지역적 분산 움직임

북미와 유럽의 엑시트 건수



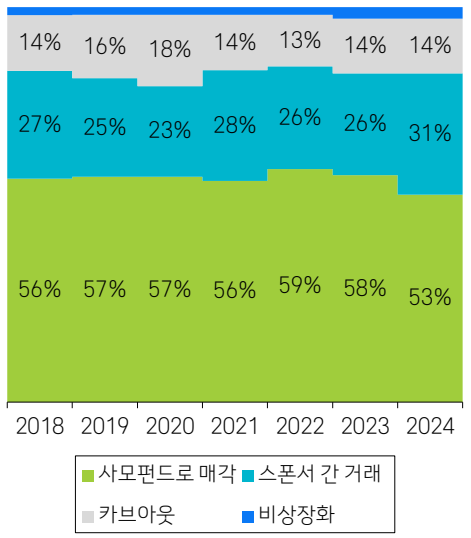
자료: Preqin, 삼성증권

유럽의 밸류에이션, 미국보다 낮음



참고: EV/EBITDA 기준
자료: Pitchbook, GainPro, 삼성증권

거래유형별 유럽 PE 딜 비중

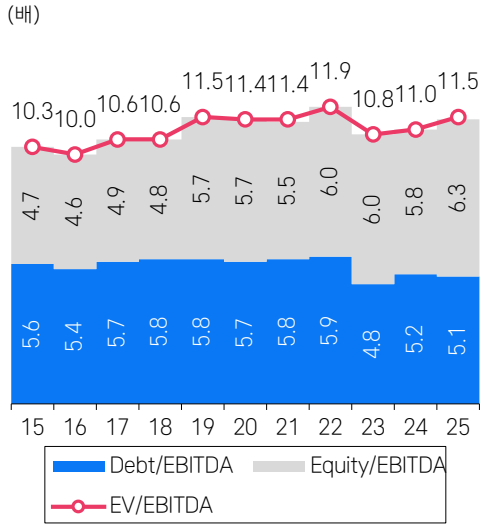


자료: GainPro, 삼성증권

구조적 변화: 에쿼티 비율 상향

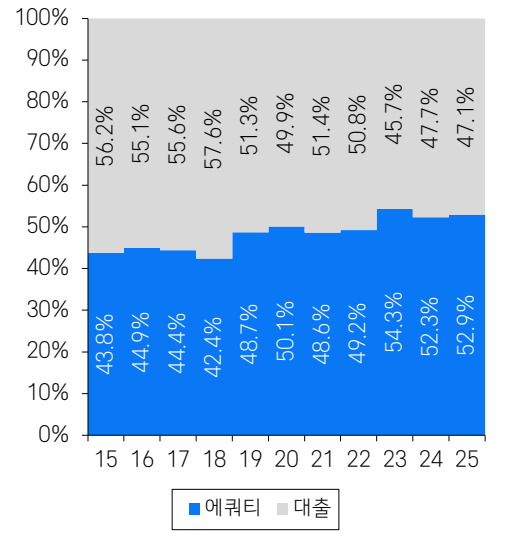
- 3분기 BSL(Broadly syndicated loan) 발행이 전기 대비 3.5배 증가. 67%는 repricing(금리 재협상), 16%는 리파이낸싱이며 신규 LBO와 M&A는 부진
- Dividend recap 증가. 3분기 리캡 규모는 247억달러, 2024~2025년 PE펀드가 배당 목적으로 인출한 금액은 1,252억 달러로 역대 최고
  - 엑시트 시장이 막히며 매각이 안되면 대출로 배당을 지급하는 전략 확산. LP 압박과 펀드의 IRR 제고 욕구
- 금리 인하와 스프레드 축소로 BSL 스프레드는 400bp 미만으로 2023년 대비 140bp 이상 하락, 2007년 이후 최저
- 레버리지 비율은 낮아짐. 차입금/EBITDA는 4.9배, 3분기에는 4.5배까지 낮아진 것으로 파악, **LBO 조건이 보수적으로 전환하며 에쿼티 비중 상승**
- 2023년 이후 에쿼티 비중은 55%로 높게 유지되는 흐름, 이는 PE의 IRR이 낮아지는 주요인, 그럼에도 뚜렷한 자금조달 환경 개선은 딜 활성화에 긍정적

LBO 자본구조 변화-보수적인 차입 조건



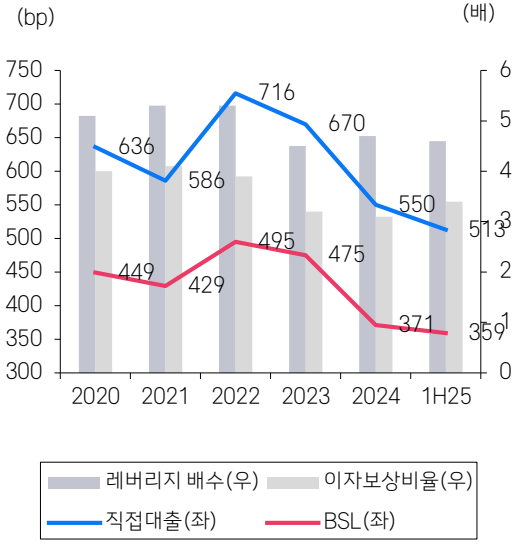
자료: Pitchbook, 삼성증권

LBO 자본 구조 변화- 에쿼티 비중 상향



자료: Pitchbook, 삼성증권

BSL 스프레드 하락, 재무비율 안정화

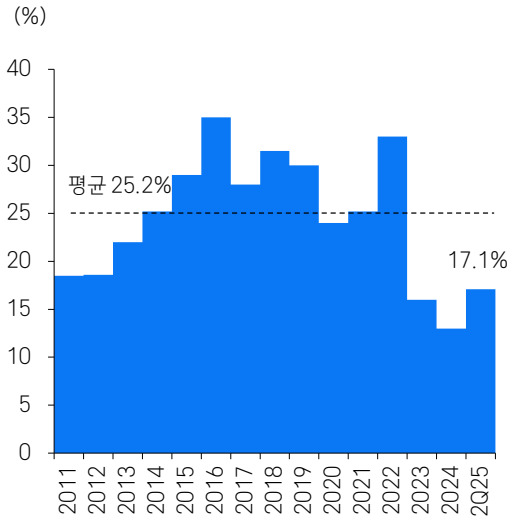


참고: SOFR 기준 스프레드, 레버리지 배수=차입금/EBITDA
자료: Pitchbook, 삼성증권

DPI: 2026년 회복 단계

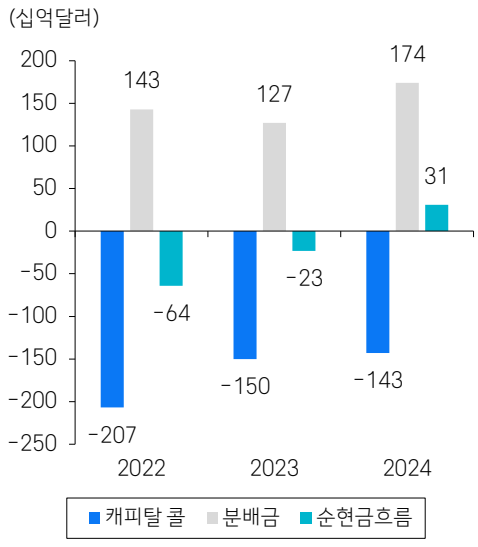
- 2010~2021년 순 분배금 급증의 PE 시장의 장기 호황 후 LP는 포트폴리오 유지에 어려움을 겪고 자금모집이 급증하며 2022년 순 분배금은 (-) 전환
- 2025년부터 분배금이 출자(contribution)을 다시 상회하는 분배금 회복 초기 단계지만 여전히 DPI는 역사적 평균을 하회, 이는 PE시장 위축의 주요인
- 2026년부터 DPI 본격 회복 예상. **금리 하락, 2021년 고가매입 자산의 EBITDA 정상화, 세컨더리 시장 확대로 유동성 공급** 등에 기인
- 테크, 헬스케어, 에너지 전환 및 인프라 섹터가 DPI 개선을 주도할 것
- 그러나 분배금 개선에는 2025년 초 224억 달러의 Dividend Recapitalization(부채 발행으로 배당 지급) 영향도 크다는 점을 간과하지 말아야

연도별 DPI는 회복세



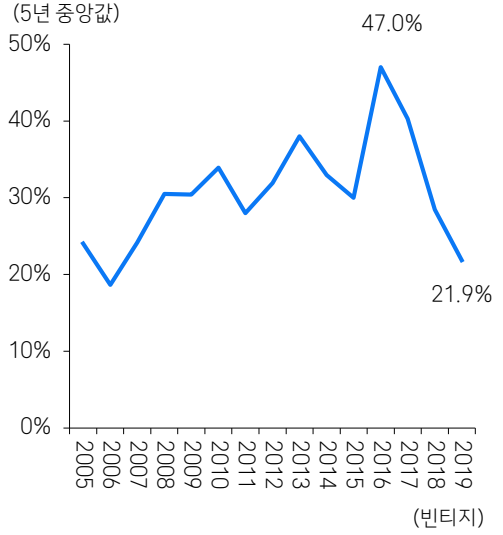
자료: Pitchbook, 삼성증권

2024년 분배금 개선으로 순현금흐름(+)



자료: Preqin, 삼성증권

빈티지별 DPI

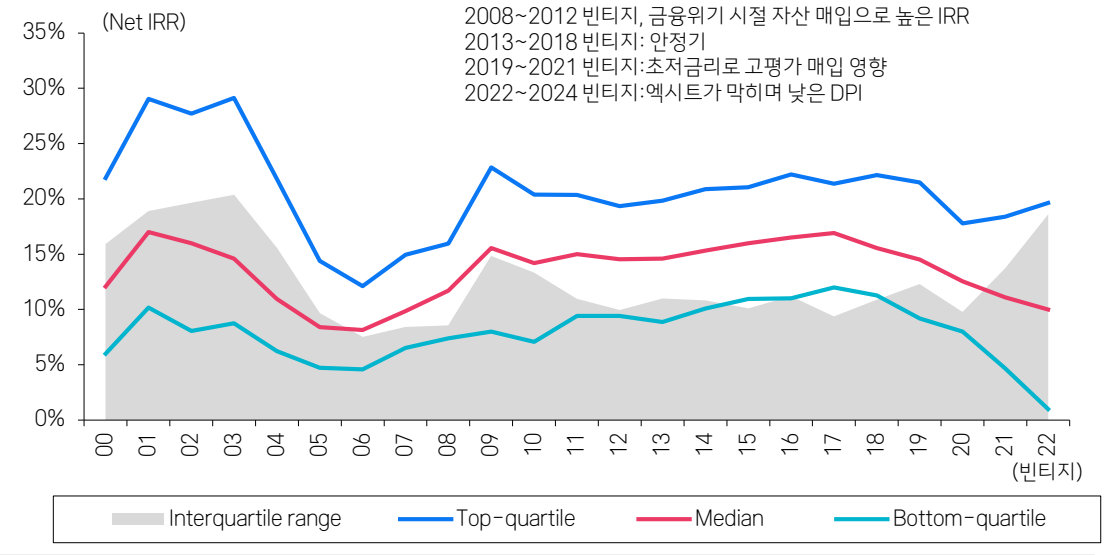


참고: 펀드 빈티지별 5개년 DPI 중앙값 기준
자료: Preqin, 삼성증권

성과: 현재 빈티지의 매력

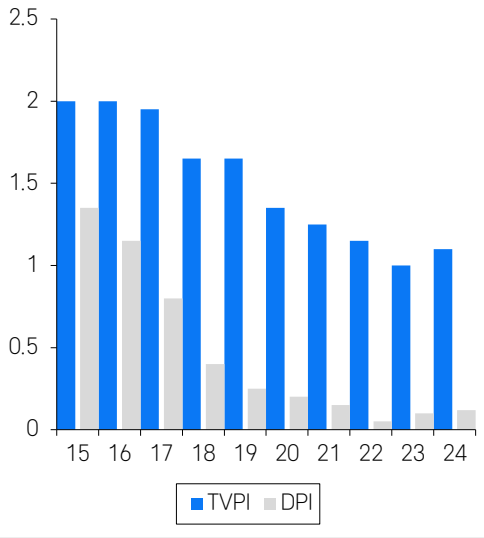
- 2025년 들어 PE 전략의 수익률은 완만한 회복. 그러나 top-quartile을 제외한 대부분의 펀드는 net IRR 기준 10% 하회
- Top-quartile은 밸류에이션 부담이 컸던 2021~2022년 빈티지조차 회복세이나 하위 quartile과 성과 격차 확대
  - 최상위 자산만 제한적 매각(엑시트) 되고 있으며 낮아진 레버리지 영향. 레버리지 축소는 PE시장의 IRR이 구조적으로 하향 안정화될 가능성을 시사
- 2026년 수익률 개선 가능성. 테크/AI관련 주식 상승으로 밸류에이션 갭 확대, 9월 금리 인하, 정책 불확실성 완화로 엑시트 시장 개선이 예상되기 때문
  - 특히 상장시장의 변동성 확대는 PE의 상대 성과 알파 창출이 유리한 환경
- 밸류에이션 부담이 낮아진 상황에서 매크로 안정, **PE전략이 멀티플 확장보다 펀더멘털(기업의 운영 개선)으로 전환하며 2026년은 회복의 원년 전망**

PE펀드의 빈티지별 net IRR



참고: VC 및 세컨더리 포함
자료: Preqin, 삼성증권

빈티지별 TVPI(Total value to paid-in)와 DPI



참고: 2024년 3분기 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

PART 02

PE 세컨더리 전략

REPORT
CONTENTS

01 세컨더리 성장의 배경 25p

1) 엑시트 환경의 변화
2) IRR보다 DPI

02 세컨더리 시장 현황 27p

1) LP 주도 거래: 공급 증가
2) GP 주도 거래: 자산의 질 개선 신호
3) CV: GP 주도 시장의 주류

03 트렌드 31p

1) 수요자: 투자자 저변 확대
2) 대형화, 양극화

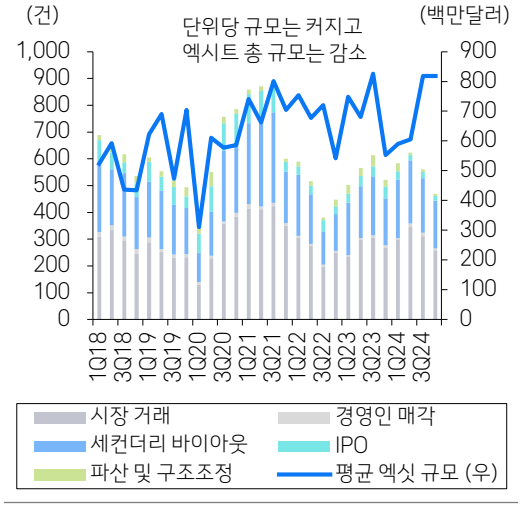
04 밸류에이션 및 전망 33p

1) 가격 정상화
2) PE 세컨더리는 사상 최대
3) 리스크 점검

성장의 배경: 엑시트 환경 변화

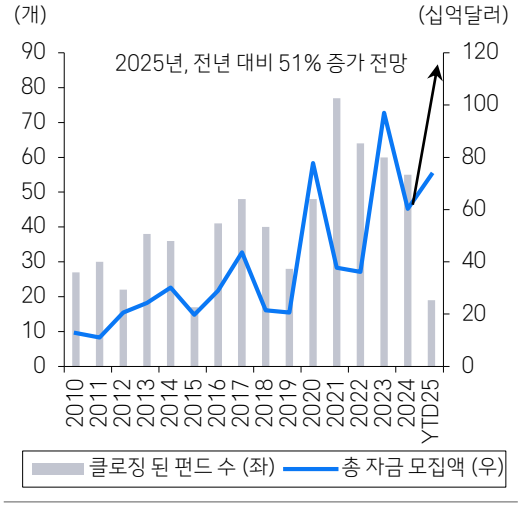
- 세컨더리 시장은 대안에서 유동성과 재투자의 주요 전략으로 부상. 특징은 하방 보호력과 현금흐름 창출력
- 2022년 이후 사모대체 시장의 엑시트 환경 악화로 투자자들은 IRR보다 DPI(분배금/납입자본)에 집중하는 추세
- 엑시트 실적은 2020년 이후 지속 감소. 엑시트에서 세컨더리 거래 비중은 증가하는 반면 IPO 비중은 감소하며 엑시트 구조의 근본적 변화 단계
- 투자자들은 ① 유동성 확보, ② 프라이머리 펀드 대비 높은 DPI의 유인으로 세컨더리를 선호하기 시작
- 2017~2023년 PE 프라이머리 투자의 IRR은 세컨더리 대비 1.5%p 높은 IRR을 보였으나 2023~2029년 세컨더리가 0.9%p 높을 전망(preqin)
- 2025년 상반기, 글로벌 세컨더리 시장은 역대 최대 거래액인 1,303억 달러를 기록하며 전년 대비 51% 증가

바이아웃 펀드의 엑시트 실적



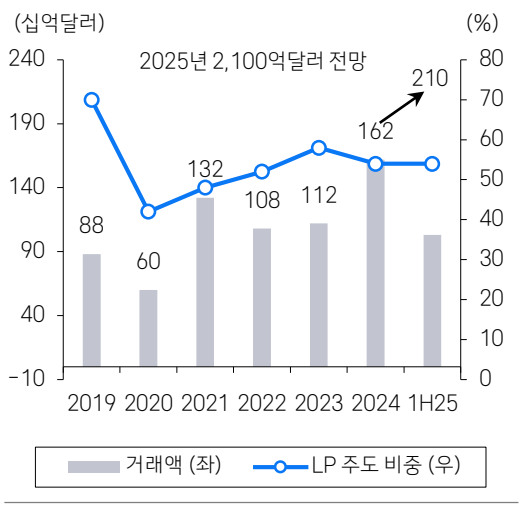
자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 세컨더리 자금 모집액



참고: 2025년은 상반기 기준
자료: Preqin, 삼성증권

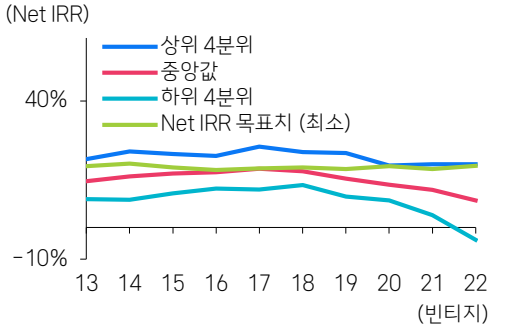
연도별 세컨더리 거래액



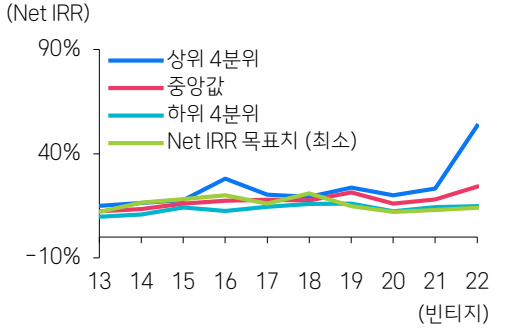
자료: Jefferies, 삼성증권

성장의 배경: IRR보다 DPI

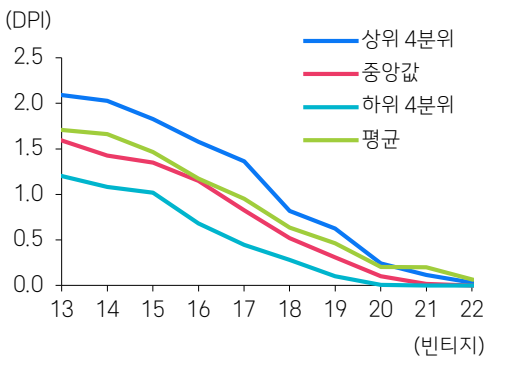
PE 프라이머리의 IRR은 편차



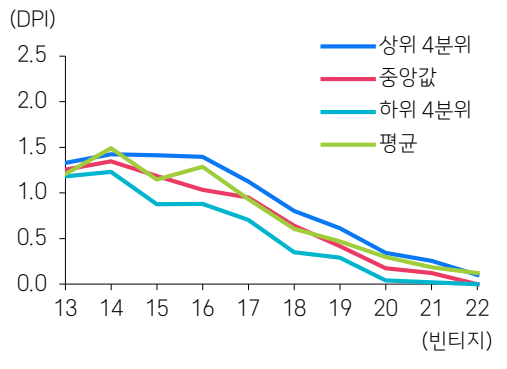
세컨더리의 편차는 좁고 목표치에 근접



구빈티지 프라이머리는 세컨더리 대비 높은 DPI를 보이나 높은 편차



세컨더리 DPI는 낮은 분산값을 보임



자료: Preqin, 삼성증권

▶ 세컨더리, J커브 완화로 DPI 개선

- 성장기 후반 기업에 투자하므로 빠른 분배
- 2016~2019년(구빈티지)의 DPI 상위 4분위 세컨더리 펀드의 DPI는 프라이머리보다 낮았으나 하위 4분위는 세컨더리 펀드가 더 높은 DPI(중앙값은 유사)
- 반면 신빈티지 세컨더리의 DPI는 프라이머리를 능가

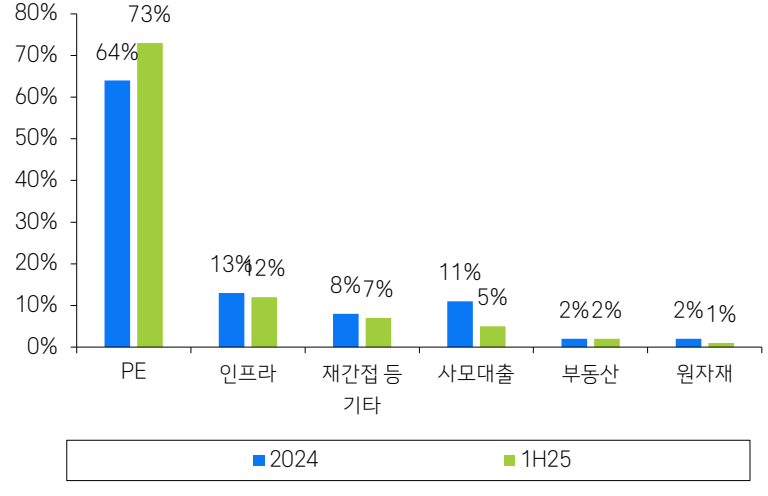
▶ 분산 효과

- 세컨더리는 프라이머리 대비 Net IRR 목표가 낮음(2010~2022년 연평균 IRR 프라이머리 20% vs 세컨더리 15%), PE프라이머리의 IRR은 극도로 넓은 분포
- 그러나 분산값은 세컨더리가 훨씬 낮아짐
- IRR의 변동폭이 좁은 이유는 세컨더리는 진입 시점이 명확하고 자산의 성숙도가 높기 때문. 높은 위험조정 효율성을 의미
- 신빈티지에서 세컨더리 DPI는 프라이머리보다 우수

LP 주도 거래: 공급 증가

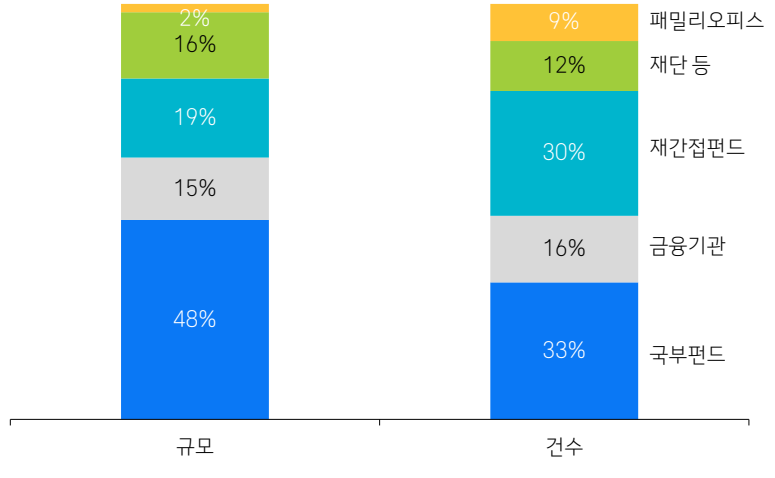
- 세컨더리는 LP및 GP 주도의 거래로 분류. 그간 유동성을 확보하려는 LP의 매각이 일반적이었으며 대부분 NAV 대비 할인 거래됨
- 2024년 LP가 매각한 PE지분은 1,620억 달러로 전년 대비 45% 증가. 2025년 상반기에 가속화돼 1,020억 달러 기록(CAIS), 역대 최대
- 미국 기금(Endowment)의 초과 세금 인상 가능성은 세컨더리 시장에 공급 증가 요인
- 2026년 기금의 초과 세금(excise tax) 인상 가능성이 발표되며 이익 실현을 앞당기려는 미국 대학기금의 PE 지분 매도 증가.
  그 결과 상반기 대학기금과 재단의 거래 비중은 LP주도 거래의 16%를 차지, 2024년 상반기 7%에서 급증. 세컨더리 전략 투자에 우호적 환경
- 전통적인 IPO, M&A를 통한 엑시트 어려움은 LP 매도(공급)을 촉진, 동시에 다변화된 세컨더리 수요가 이를 받아주며 시장 확대

GP 주도의 세컨더리 거래액에서 전략별 비중



자료: Campbell Lutyens

세컨더리 시장 내 LP 매도자별 비중

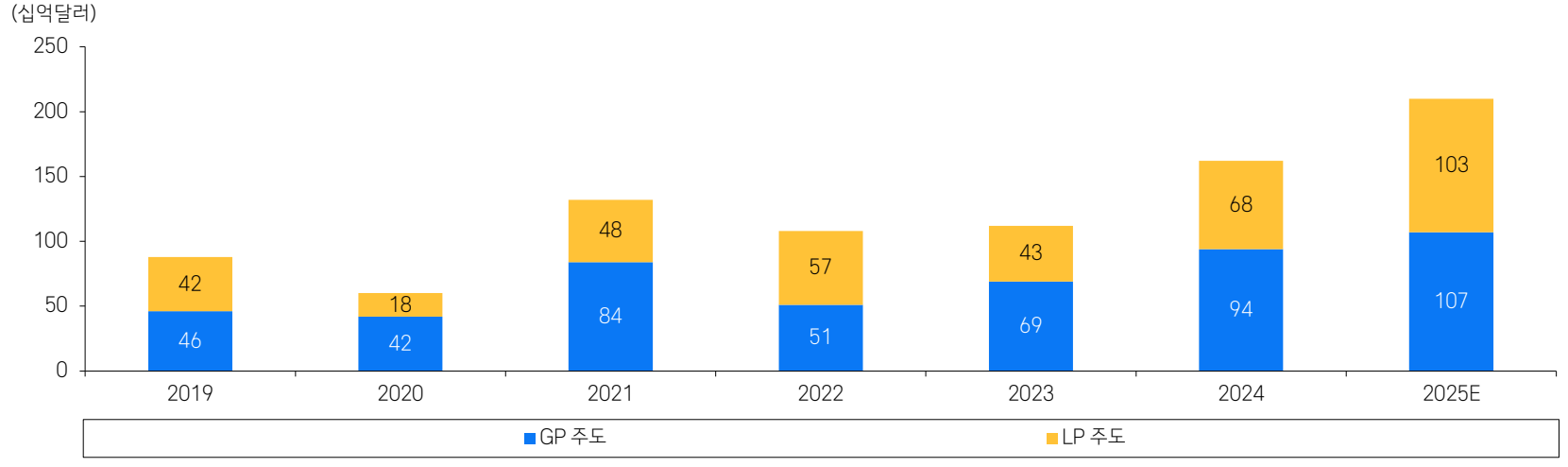


자료: Jefferies

GP 주도 거래: 자산의 질 개선 신호

- 2019년부터 GP 주도의 거래 증가. 2025년 상반기 GP주도 거래는 세컨더리 거래의 51%를 차지
- 양질의 자산을 CV(컨티뉴에이션 펀드)로 보내는 사례가 늘며 시장에 출회되는 자산의 질 상승. 기존 펀드에 투자된 여러 자산을 묶어 다양한 빈티지의 새로운 컨티뉴에이션 펀드를 구성, 특정 자산에 처음 투자하는 투자자는 ① 다각화, ② 양질의 자산에 접근할 기회
- 과거 GP는 10년 펀드 만기에 연장 2~3년의 좁은 선택지만 보유했지만 이제 좋은 기업 포트폴리오는 오래 들고 가며 기존 LP에게는 선택적 현금 유동성을, 신규 LP에게는 우량자산을 제공하는 구조로 관리. 즉, 세컨더리는 보조적이 아니라 핵심 엑시트 방식으로 편입되기 시작
- 향후 GP거래 구조는 더욱 다양해질 전망. 주력인 CV 뿐 아니라 우선주, Strip sales (분할 판매) 등의 전략으로 확대될 것

글로벌 세컨더리 거래액 – GP 및 LP 주도 거래 비중



자료: Jefferies

CV(Continuation vehicle): GP 주도 시장의 주류

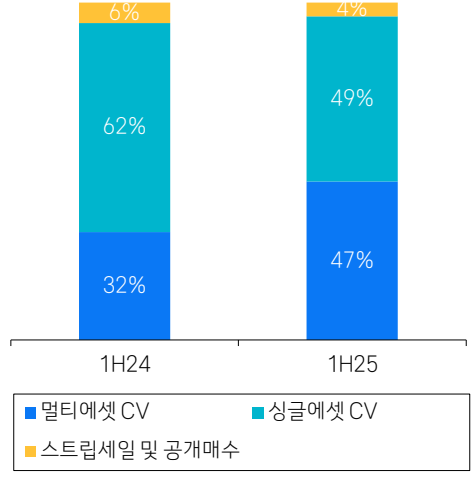
- 상반기 CV(컨티뉴에시션 펀드)는 GP주도 거래의 87%를 차지
- 단일자산 CV가 38%, 멀티자산 CV가 50%를 구성되며 멀티자산 비중이 커지는 추세
- 그간 CV는 대부분 소형 펀드에서 거래가 발생했으나 최근 대형 GP의 CV 거래 사례도 빠르게 증가하는 시장 양극화
- CV는 전통 프라이머리 펀드 대비 높은 운영 안정성. 투자자는 예측 가능한 수익 구조를 가지게 되며 변동성이 큰 매크로 환경에서 상대적 안정성
- CV는 이전 펀드 대비 낮은 멀티플, 재조정된 캐리, 더 강한 거버넌스 보호장치가 부가되는 경우도 많음

CV에서 DPI 개선 뚜렷

빈티지	IRR 중앙값 (%)	DPI 중앙값 (%)	평균 DPI (%)	가중평균 DPI (%)	펀드 수 (개)
2019	10.9	22.8	18.3	18.3	3
2020	20.5	35.6	123.8	89.2	5
2021	9.7	5.7	62.1	49.6	15
2022	22.1	0.0	9.2	16.4	10
2023	n/a	0.0	4.1	8.7	16
2024	n/a	0.0	25.3	26.9	9

참고: DPI= (분배금/납입자본), 현금흐름 기반으로 미실현수익은 반영되지 않음
자료: Preqin

GP주도 거래에서 멀티에셋 비중 상승

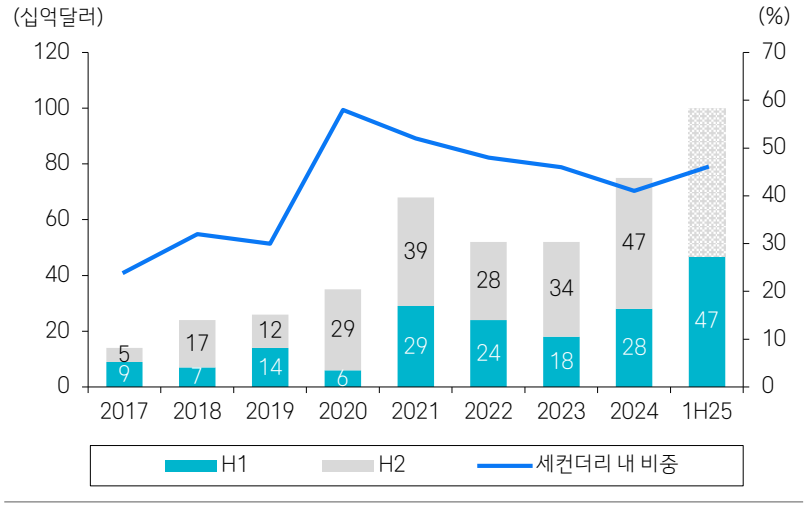


참고: 스트립세일= 채권의 이자지급(쿠폰)과 원금 상환권을 분리해 별도 매각 자료: Campbell Lutyens

CV: 유동성 관리에 구조적 변화

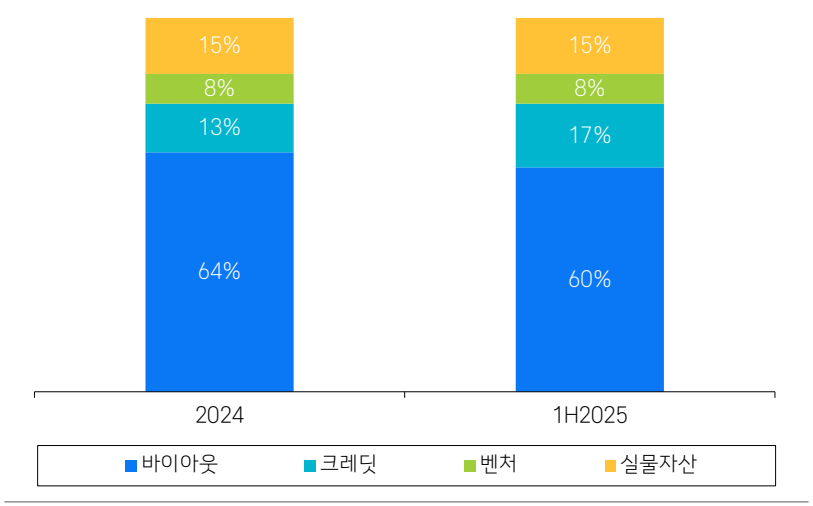
- GP 주도 세컨더리 시장은 CV 중심으로 성장, 상반기 GP가 주도한 세컨더리 거래는 전년대비 68% 증가하는 강한 모멘텀. 거래의 87%는 CV
- 글로벌 상위 50개 GP 중 75%가 CV로 LP에게 유동성 제공, 20억 달러 이상의 대형 CV 거래가 8건 성사(2024년 연간 규모에 육박)
- CV 활성화는 M&A 침체 속에서도 양호한 NAV를 유지하는 요인. VC, 크레딧, 실물자산의 CV도 활성화되는 세컨더리 시장의 고도화 단계
- 프라이머리(블라인드펀드/Co-investment) 위주로 투자하던 국부펀드, 연기금, 보험사 등 전통 LP도 CV에 투자 증가 . 양질의 자산 확보 목적
- CV는 좋은 자산은 오래 들고 가되, 기존 LP에게 선택적 유동성을 제공하는 구조로 향후 GP 엑시트의 20%를 차지할 전망

글로벌 세컨더리 거래액에서 GP주도 거래액



자료: Jefferies

GP주도 거래에서 섹터별 비중- PE에서 다양한 전략으로 확산

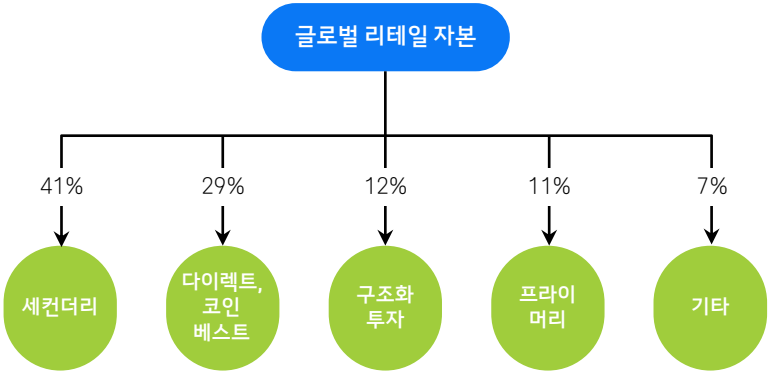


자료: Jefferies

수요자: 투자자 저변 확대

- 리테일 자본이 최근 세컨더리 시장을 견인, 지정학 리스크, 매크로 불확실성 등 변동성 확대기에 대체투자 관심이 커지는 경향
- 2025년 상반기 세컨더리 시장의 특징은 GP 주도(CV) 거래 뿐 아니라 리테일 중심의 에버그린형(만기가 없는 펀드)의 자금 유입 증가가 특징
  - 상반기 사모대체에서 에버그린펀드로 조성된 160억 달러의 6%가 세컨더리 전략
- 세컨더리로 사모대체의 접근성이 향상되며 미 리테일이 투자한 세컨더리 NAV는 2025년 3월 800억달러 상회, 2023년 대비 100% 증가리테일 자본은 3분기 기준, 글로벌 세컨더리 자금모집액의 18%를 차지, '40Act 펀드'와 유럽의 ELTIF(EU가 도입한 장기투자 펀드,European long-term investment fund) 구조를 통해 빠르게 성장. 리테일 투자자는 유동성, 분산투자, 양질의 투자자산 확보를 위해 세컨더리 선호
- 글로벌 전용 세컨더리 자본(Dedicated secondary capital)도 사상 최고치. 2024년 말 2,880억 달러→ 2025년 상반기 3,020억 달러로 레벨업

2025년 상반기, 글로벌 리테일 자본의 배분 현황: 최대의 전략이 됨



자료: Preiqn, 삼성증권

'40 Act 운용사 현황

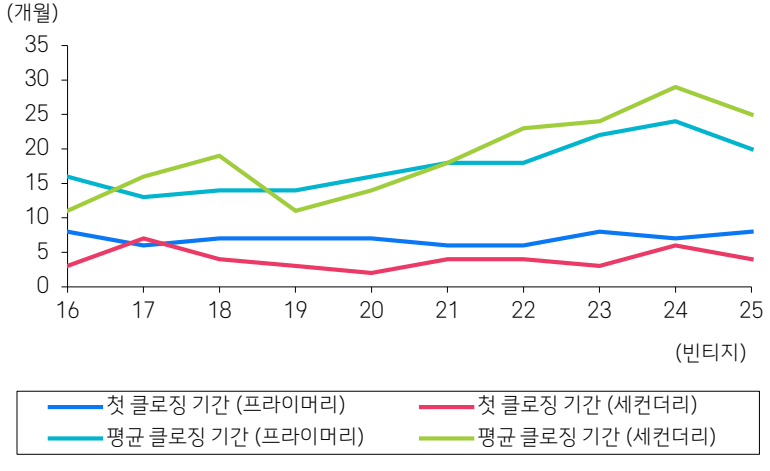
(십억달러)	세컨더리 펀드 규모	'40 Act 펀드 AUM
ARDIAN	30	n/a
ARES	2.2	0.6
Coller capital	12	0.4
PANTHEON	3.3	1.9
LEXINGTON PARTNERS	22.7	0.9
Pomona Capital	3.5	1.9

참고: 40ACT- 미국 연방정부의 투자회사 규범; 2024년 기준
자료: Lazard

트렌드: 대형화, 양극화

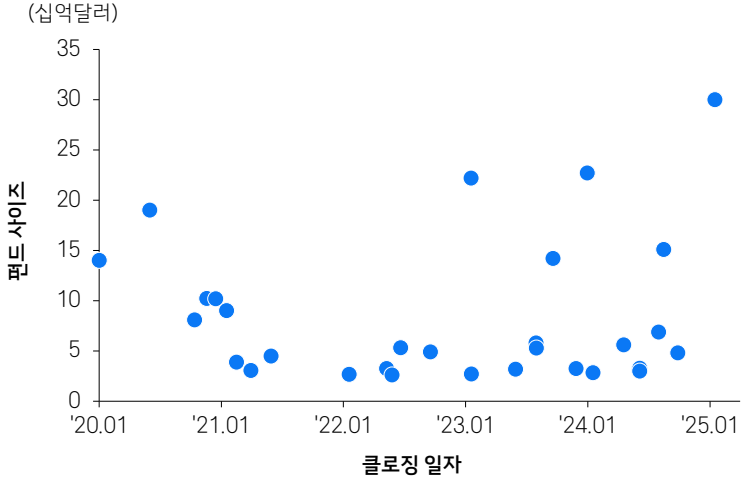
- 세컨더리 펀드의 대형화로 클로징 시간은 점차 증가. 사모대체 전반에서 메가펀드로 쏠림 현상이 세컨더리에서도 동일한 상황
- 2023~2024년 세컨더리 펀드의 평균 클로징 기간은 2년, 2016~2017년 대비 2배 증가한 것
- 3분기 7개의 PE 세컨더리 펀드가 클로징되고 이 중 200억달러 펀드가 모집액의 2/3를, 1분기는 단일 300억달러 펀드가 모집액 대부분을 차지
- 2개 대형 펀드 마감으로 세컨더리 펀드는 2025년 상반기 글로벌 PE 자금모집에서 14% 비중 차지, 2009년 연간 수치인 12%를 초과
- 2023~2024년 PE 세컨더리의 메가펀드는 2020~2021년 평균 대비 38~86% 증가한 규모
- 10개 이상 플래그십 세컨더리 펀드가 100억 달러 초과, Ardian의 ASF IX(300억 달러), Alpinvest의 ASP VII(200억 달러) 등 메가펀드 효과

펀드 클로징 기간은 프라이머리와 세컨더리가 유사해지고 있음



자료: Preqin, 삼성증권

세컨더리 메가펀드의 평균 사이즈 상승세



자료: Preqin, 삼성증권

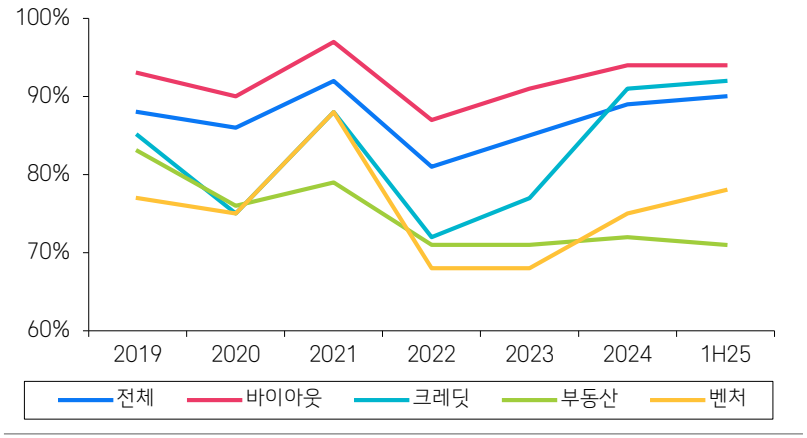
밸류에이션: 가격 정상화

- 세컨더리 전략의 평균 가격은 NAV의 90% 까지 상승해 2021년 이후 최고 수준 , 상반기 관세정책 충격에도 빠르게 회복
- 2024년부터 가격이 안정화되기 시작해 일부 섹터는 프리미엄 거래도 나타남, 불확실성이 완화되며 기준 가격 현실화 추세
- LP는 강한 가격, 우호적 시장 환경을 활용해 유동성 확보 차원에서 포트폴리오 매도, 세컨더리 시장에 공급량 증가
- GP주도의 거래는 2025년 상반기 기준 50% 이상이 Par(액면) 거래이거나 프리미엄, 멀티에셋 CV는 44%의 거래가 Par 이상으로 완료

▶ 전략별 동향: 부동산을 제외한 모든 전략에서 상승세

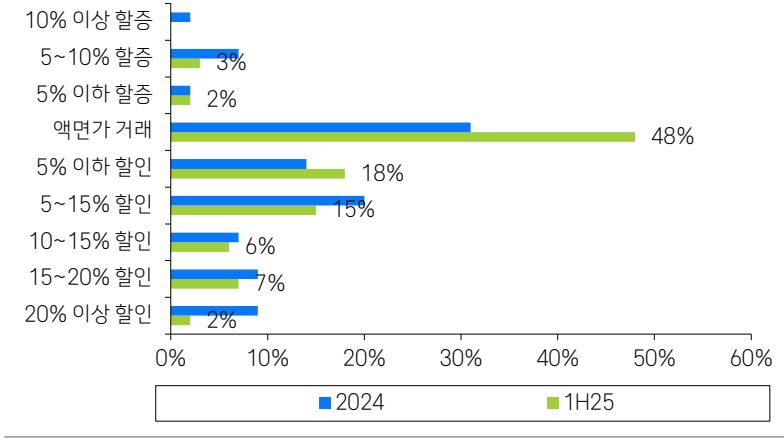
- 바이아웃: NAV의 94%로 2024년과 유사한 수준, LP거래의 53%를 차지하며 여전히 최대 비중
- 벤처(VC): 모든 전략에서 가장 가파른 상승으로 NAV의 78%, IPO는 침체이나 AI섹터 중심으로 가장 강한 엑시트. 주로 후기단계에 집중
- 부동산: NAV의 71%로 전년과 유사한 낮은 수준. 금리가 여전히 높고 리파이낸싱도 제한적. 투자자는 신 빈티지, 산업용, 데이터센터에 선별
- 크레딧: NAV의 92%로 전년 대비 소폭 상승. 직접대출은 높은 수요로 액면가 수준에 거래되나 Distressed, 메자닌, Opportunistic은 할인 확대

전략별 세컨더리 NAV 가치



자료: Jefferies

GP주도 거래 가격 현황: 가격 강세

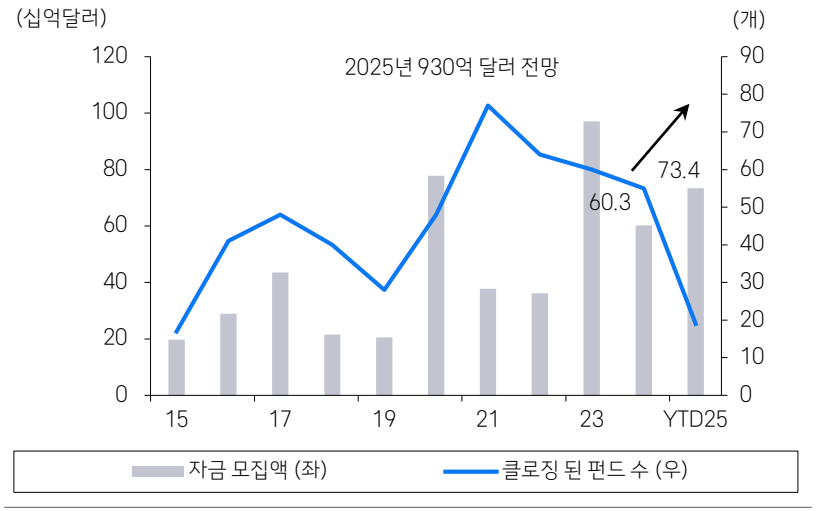


자료: Campbell Lutyens

PE: 세컨더리 거래, 사상 최대

- 글로벌 PE 세컨더리 거래액은 2024년부터 2021년의 최고치를 상회하기 시작
- 세컨더리 시장을 주도하는 PE 전략은 GP가 주도하며 GP 주도 거래는 상반기 기준, 2024년 대비 9%p 상승
- GP주도 거래에서 PE는 검증된 트랙레코드로 가장 많은 스폰서, 가장 다양한 투자자 저변을 보유
- LP에게는 유동성 관리의 툴, GP에게는 출구 전략의 도구로 자리잡아 사이클이 아닌 구조적 성장
- 자금모집액은 상반기 810억 달러로 2024년 연간 총액의 87%에 육박, Ardian의 300억 달러의 사상 최대 세컨더리 펀드 결성 영향
- 향후 세컨더리 시장의 AUM은 전체 PE AUM 성장률을 상회할 것, 세컨더리 AUM 비중은 2024년 8.3%→2030년 11.0% 전망

글로벌 PE 세컨더리 자금 모집액



참고: 2025년은 3분기 기준
자료: Preqin, 삼성증권

상위 PE 세컨더리펀드 (2019~2025)

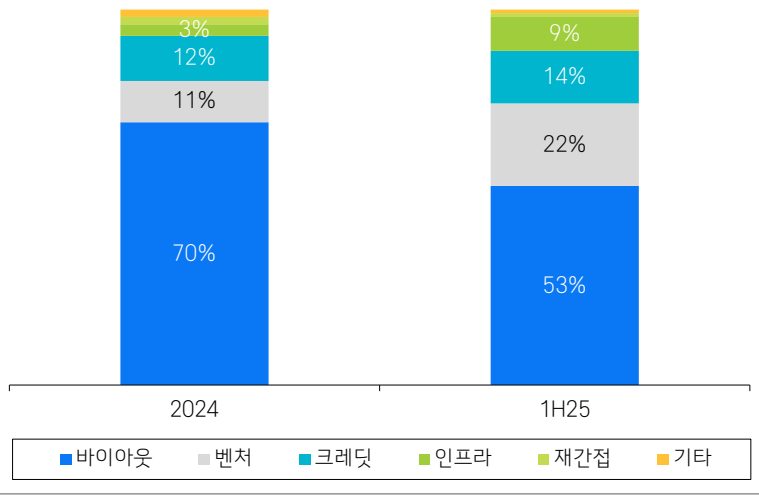
펀드명	운용사	규모 (십억달러)
ASF IX	Ardian	30
Lexington Capital Partners X	Lexington Partners	22.7
Strategic Partners IX	Blackstone Group – Fund of Funds and Secondary	22.2
AlpInvest Secondaries Program VIII	AlpInvest Partners	20.2
ASF VIII	Ardian	19
Dover Street XI	HarbourVest Partners	15.1
Goldman Sachs Vintage IX Flagship	Goldman Sachs XIG	14.2
Lexington Capital Partners IX	Lexington Partners	14.0

참고: 2019~2025년 3분기까지 클로징 된 PE 세컨더리 펀드 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

PE: 신빈티지 바이아웃이 주도

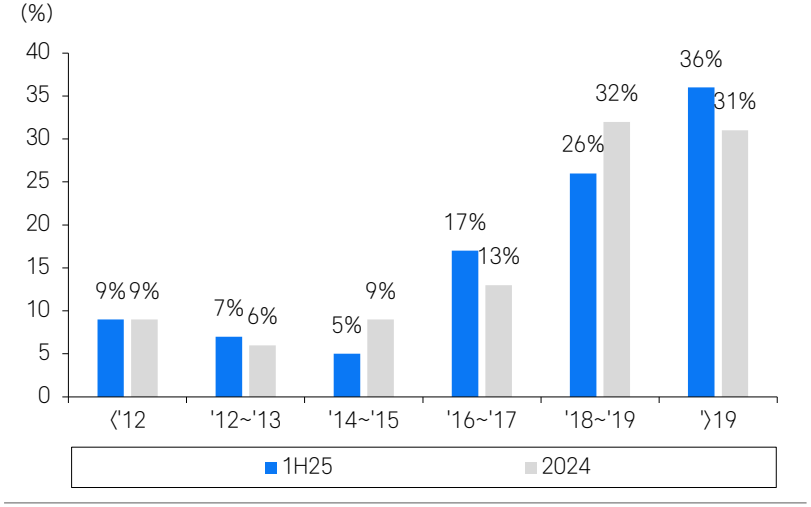
- 여전히 메인 전략은 바이아웃이나 타 전략 비중 증가가 두드러짐, 가격 정상화 영향
- 벤처 거래 비중은 22%로 전년의 2배 수준으로 증가. 매도-매수자간 호가 스프레드가 좁혀졌기 때문, NAV 할인율도 가장 크게 축소된 전략
- 상반기 거래는 2017년 이후의 빈티지가 대부분. 신 빈티지 펀드일수록 양호한 가격이 인정되는 추세.
  - 최근 빈티지일수록 매수자 요구에 부합하는 경향, 반면 2014년 이전 구 빈티지는 더욱 큰 할인율로 거래되는 추세
- 바이아웃에서 꾸준히 높은 가격이 형성되면서 신규 참여자 유입. 드라이파우더 증가속도가 NAV 증가 속도를 따라가지 못하며 수요 증가를 시사
- 신빈티지는 대체로 양호한 수익을 보이나 2021년 빈티지 펀드의 IRR median 값은 전년대비 하락한 9.7%
  - 2021년 빈티지는 팬데믹 이후 고평가 시기에 조성되었기 때문, 고금리를 거치며 IRR 하락
  - 그러나 세컨더리 투자자 입장에서는 이러한 조정이 매력적 진입 시점으로 작용, 초기 LP는 고통이겠으나 세컨더리 투자자에게 기회

전략별 LP 거래 비중 – 다변화



자료: Jefferies

빈티지별 LP 거래의 NAV 할인율

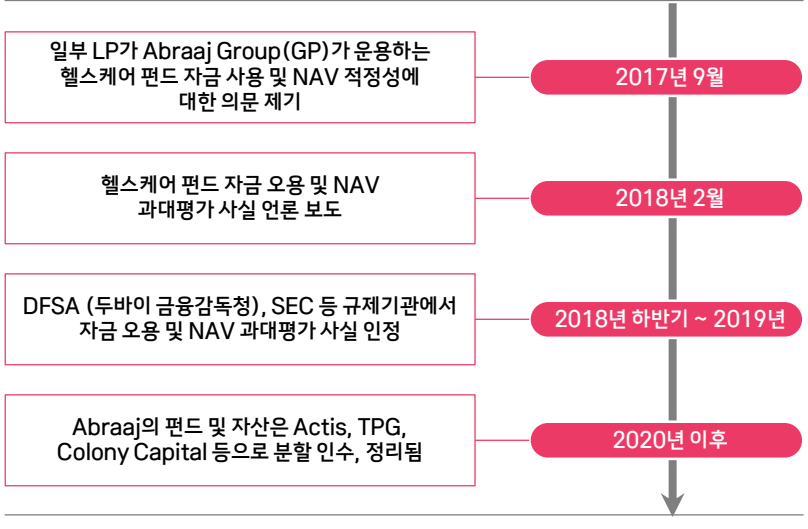


자료: Jefferies

리스크 점검

- **리스크 1)** 경쟁 과열, 수익률 축소 압박. 대형 GP까지 세컨더리에 몰리며 경쟁 심화, 경기 둔화 시 세컨더리 딜 가격 하락 위험
- **리스크 2)** 밸류에이션의 적정성: 세컨더리는 NAV 기반으로 가치를 책정하나 비유동성 자산으로 정확성 문제 발생
  - GP마다 다른 전망, 자산의 성숙도, 공정가치 평가 방식 등 여러 변수로 적정가치 책정에 어려움, 매수=매도자간 가격 차이가 거래 지연 초래
  - 시장이 빠르게 확대되어 다수의 GP주도의 딜로 시장 전반 밸류가 인위적으로 유지되는 효과- 엑시트가 더 지연되는 부채 생성 리스크
- **리스크 3)** GP 주도의 거래에서 투명성 문제: 컨티뉴에이션 딜 경우, GP의 이해상충(자전거래), 밸류에이션 적정성 등을 점검 필수
  - GP의 인센티브: 단일자산 CV는 새 펀드를 만들면 새로운 운용보수 발생(프라이머리 펀드와 세컨더리 양쪽에 운용보수 지불). Fee& carry(GP의 성과 배분, 기존 펀드에서 성과보수를 못 챙긴 GP가 새로운 CV를 만들면서 캐리 구조를 reset해서 회수하는 경우) 구조가 불리하게 변경될 리스크
- 그럼에도 다른 사모대체 대비 리스크가 낮은 전략: 최종 IRR보다 주기적인 DPI를 중시하는 방향으로 사모대체 시장이 형성되고 있기 때문

세컨더리 부실 사례 – Abraaj Group, GP주도의 NAV 과대평가



자료: 언론기사, 삼성증권

금융기관의 세컨더리 펀드 리스크 관리 방안

기관	주요내용
SEC (미국 증권거래위원회)	• 2023년 8월 Private Fund Adviser Rules를 채택하면서, adviser-led secondary transaction (GP주도 세컨더리)에 대해 GP와 독립적인 제2자 평가의무 (공정성 의견 또는 가치평가의견) 부여 • GP는 독립적인 평가 의견 제공자와의 직전 2년간의 중요한 거래 관계의 요약을 LP에게 제공해야 하는 의무 • 또한 1940년 투자자문업자법을 개정해 모든 등록된 PE 자문업자에 대해 LP 대상 PE 성과 및 수수료/비용 등에 대한 분기별 명세서 제출, 연간 감사 의무 등 규제강화 방안 발표
ILPA (Institutional Limited Partners Association, 기관유한책임사원협회)	• 2023년, GP주도 세컨더리 거래의 투명성 제고 목적으로 컨티뉴에이션 관련 GP와 LP의 고려사항을 담은 가이드라인 발표 • 주요 내용으로는 GP가 거래 주요 단계마다 LP 자문위원회와 LP를 신속히 참여시켜야 되며 LP 자문위원회는 최소 30일 (영업일 기준 20일)의 기한을 갖고 의사결정 권고

자료: SEC, ILPA, 삼성증권

PART 03

한국형 PE

REPORT
CONTENTS

01 한국형 PE 39p

1) M&A 성장의 주요 동인
2) FI보다 대기업 주도
3) 비상장화로 기업가치 증대

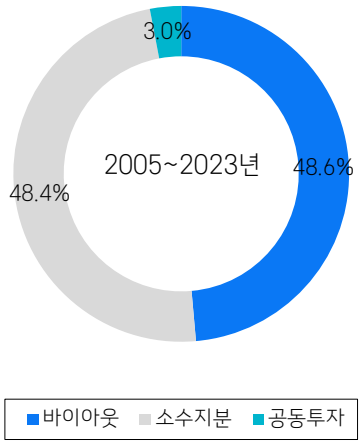
02 LP 동향과 리스크 점검 42p

1) 국내 PE 출자 재개
2) 최근 이슈: 홈플러스 사태 이후 규제 강화

한국형 PE: M&A 성장의 주요 동인

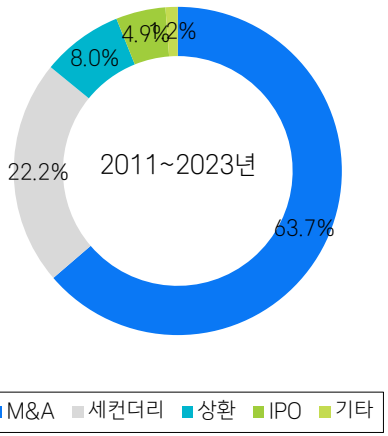
- 2004년 사모투자전문회사(PEF) 제도 도입 이후 PE는 국내 M&A 시장의 주요 동인
- 2010년대 초 거래규모 및 건수에서 PE 거래는 전체 M&A 거래의 10% 미만이었으나 2020년 들어 거래규모 기준 30%, 건수 기준 40% 이상을 차지
- 국내 PE의 바이아웃 투자 비중은 2010년대 중반 감소세로 전환한 반면, 2018년 이후 소수지분 투자 비중이 증가
- 2011년 이후 M&A 회수 비중은 감소세, 세컨더리를 통한 회수 비중은 증가세로 글로벌 흐름과 유사
- 국내 PEF는 주식시장 대비 초과 성과를 창출한 것으로 나타남, 초과수익률(IRR 기준) 평균은 22.9%(2005~2023년, 231건 분석 기준, 자본시장연구원)

국내 PEF 운용방식별 비중



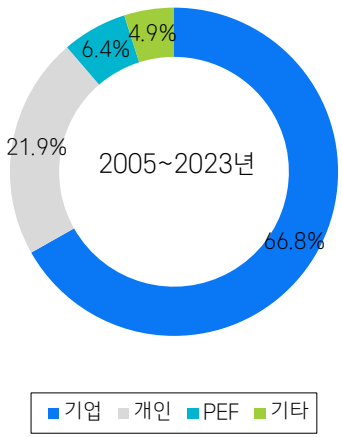
자료: 자본시장연구원

국내 PEF 회수방식별 비중



자료: 자본시장연구원

국내 PEF 매각주체별 비중

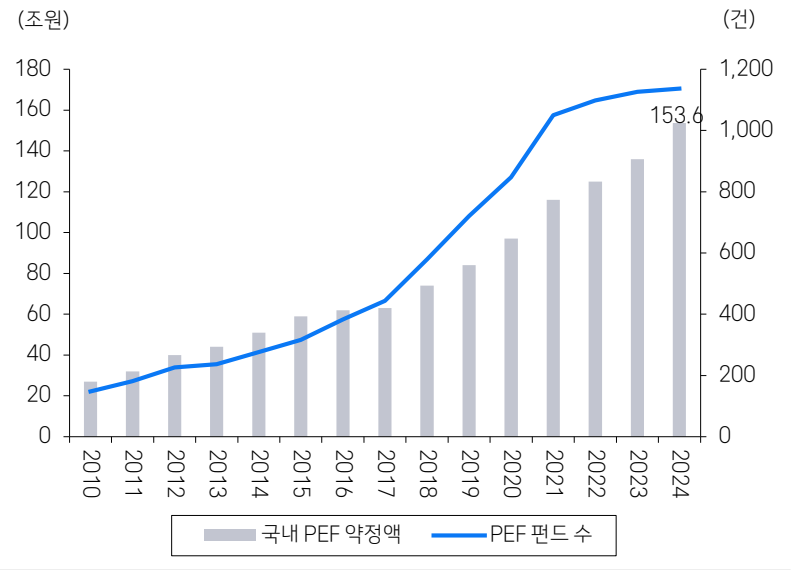


자료: 자본시장연구원

특징 ①: FI(재무적 투자자)보다 대기업 주도

- 2025년 주요 딜은 한앤컴퍼니의 SK스페셜티, 글랜우드PE의 LG화학 수처리 인수. LGD 광저우 공장, 한온시스템 등 메가 딜은 FI가 아닌 대기업 주도 딜
- 2025년 상반기 PEF 순자산 총액(국내외)은 700조원을 돌파했으나 엑시트 환경 악화로 평균 보유기간이 5년을 상회하기 시작(2021년 3.7년)
- 국내 M&A 시장은 PEF 가 투자금 회수 지연과 불확실성으로 보수적 투자기조. 조 단위 대형 거래는 줄어들고 카브아웃 딜이 주를 이루고 있음
- 해외에서는 컨티뉴에이션 펀드로 핵심 자산을 새로운 펀드로 이전, 지속 관리하는 전략이 보편화되고 있으나 국내는 이러한 사례가 드뭄
  - 즉, 엑시트 지연과 유동성 부족 환경이 장기화될 수 있음

국내 기관전용 사모펀드(PEF) AUM 추이



자료: 금융감독원, 삼성증권

2025년 국내 주요 PE 딜

GP/대기업	딜	규모	내용
한앤컴퍼니 (PE)	SK스페셜티 인수	2.6조원	한앤컴퍼니 4호 펀드 투자, 지분 85% 인수, SK는 지분 15% 유지
글랜우드 (PE)	LG화학 수처리 사업부 인수	1.4조원	카브아웃 거래로 LG화학 비핵심 사업부 매각
KKR (PE)	SK에코플랜트 자회사 인수	1.8조원	환경 자회사 3곳-리뉴원·리뉴어·리뉴에너지 충북 인수
한앤컴퍼니 (PE)	SK디앤디 공개매수	742억원 (공개매수액)	공개매수를 통해 비상장 전환 후 장기 성장에 집중할 계획
삼성전자 (기업)	플랙트그룹 인수	2. 4조원	삼성전자의 2017년 하만 인수 이후 8년 만의 대형 M&A
LG디스플레이 (기업)	광저우 LCD 공장 매각	2.2조원	대형 LCD 사업 종료 후 OLED 사업에 재투자

자료: 각 사, 삼성증권

특징 ②: 비상장화로 기업가치 증대

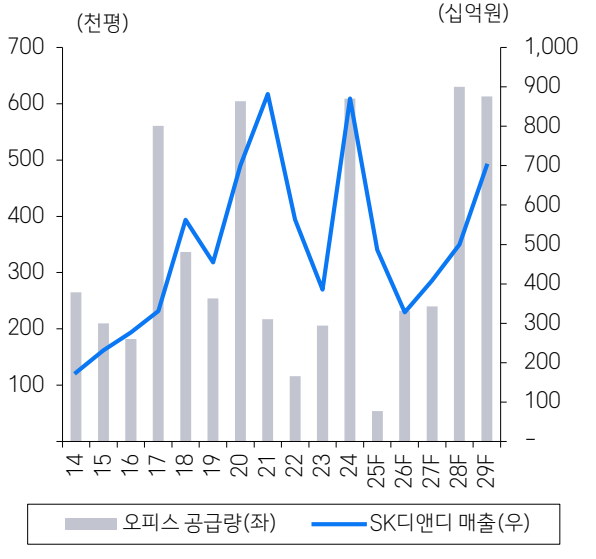
- 10월, 한앤컴퍼니는 SK디앤디 주식을 공개 매수 후 상장폐지를 추진한다고 공시
- SK디앤디의 지분구조는 한앤컴퍼니 31.27%+2주, SK디스커버리 31.27%였으며 한앤컴퍼니는 유통주식 37.4%를 전량 취득해 상장폐지하기로
- 과거 한앤컴퍼니는 시멘트 기업인 쌍용C&E의 경영 및 엑시트 방식과 유사. 경영권 취득 후 배당 증대(배당수익률 9%에서 시작), 인수합병으로 대형화, 폐기물 처리 등 친환경 사업 추가 등 포트폴리오 전환, 이후 시멘트 단가 인상으로 기업가치 제고 전략을 전개한 뒤 2024년 공개매수 후 상장폐지
- 비상장 전환이 보다 장기적이고 효과적인 기업가치 제고 전략 적용에 유리한 경우가 있음. 대체로 공개주식 시장에서 밸류에이션 할인이 극심하나 현금흐름이 꾸준하고 볼트온 전략이 필수인 산업(폐기물 등 지역 독과점적 산업, 시멘트), 사이클 변동이 큰 산업(건설, 부동산)이 해당

한앤컴퍼니의 쌍용C&E 지분 취득과 상장폐지

시기	주요 내용	의미
2012년 5월	쌍용C&E 지분 9.34%, 437억원에 취득	지분 취득
2016년 4월	한앤컴퍼니의 1호 블라인드펀드를 투입해 산업은행 보유지분 46.14%를 8,837억원에 인수	경영권 취득
2016년 8월	유상증자로 신주 인수(1,000억원), 2대주주였던 일본 태평양시멘트 지분(32.36%, 4548억원) 확보로 지분율 78.68%까지 증대	유상증자와 기존 주주 지분율 확보
2017년 6월	한앤컴퍼니의 기존 포트폴리오 기업이던 대한시멘트와 대한슬래그를 쌍용양회에 흡수합병	대형화
2017년 10월	지분 78%를 담보로 1조원의 인수금융 리파이낸싱, 기존 대출보다 3천억원 늘어난 금액을 SPC인 한앤코시멘트홀딩스를 통해 배당 회수	투자원금을 회수하는 자본재조정
2022년 7월	국내 최초이자 아시아 최대 규모 컨티뉴에이션 펀드 결성(1.9조원), 신규 LP 유입	컨티뉴에이션 펀드 결성으로 장기 투자
2024년 2월	공개매수 추진(7천억원), 잔여주식 모두 인수해 자진 상장폐지; 발행주식 총수의 20.1%에 해당되며 공개매수가 주당 7천원(전일 대비 9.2% 프리미엄)	공개매수
2024년 7월	공개매수로 지분율을 93%로 끌어올린 후 장내 매입과 포괄적 주식교환 등을 거쳐 지분율 100% 확보, 최종 상장폐지	상장폐지
2025년 2월	1.6조원의 리파이낸싱 추진, 선순위 대출 5%대 후반, 중순위 대출 8%대로 금리 조정해 최종 1.7조원 규모로 확정	리파이낸싱

자료: 전자공시, 쌍용C&E, 삼성증권

SK디앤디 매출- 사이클 산업, 비상장화로 할인 해소

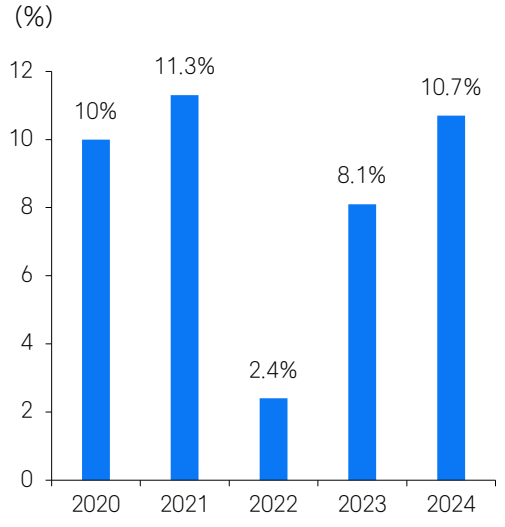


자료: SK디앤디, 삼성증권

LP 동향: 국내 PE 출자 재개

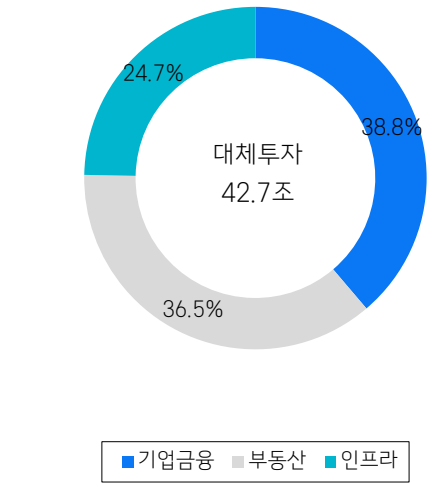
- 국민연금: 2024년까지 5년 연속 PE 출자, 약정 금액 최대 3.7조원. 그러나 최근 홈플러스 사태, 대체투자 비중 한계 도달 등으로 당분간 출자 가능성 낮음 – 2026년 포트폴리오 목표 비중에서 대체투자는 15%, 5월 말 기준 대체투자 규모는 212.5조원으로 이미 16.3%(10년간 5%p 상승)
- 공제회의 국내 PE 전략은 (1) 바이아웃·Growth 집중, (2) 안정적이고 투명한 운용사 선정, (3) 적대적 M&A 제외 원칙 강화 추세
- 주요 공제회와 공적 자금이 2025년 들어 오랜만의 국내 PE 출자는 국내 PE/VC 업계에 전략적 지원 목적이 크다고 판단
- MBK 이슈에도 불구, 빈티지 관리를 위한 공제회 및 연기금의 PE 출자 재개가 예상되며 시장 활성화에 긍정적

교직원공제회 자산운용 수익률 추이



참고: 전체 AUM 내 비중, 3Q25기준 Preqin 자체 조사
자료: Preqin, 삼성증권

교직원공제회 대체투자 내 전략 비중



참고: 2025년 2분기 기준
자료: Preqin, 삼성증권

2025년 공제회 및 연기금 국내 PE출자

출자기관	PEF (억원)	VC (억원)	내용
행정공제회	3,500	1,500	6년만에 PE블라인드 펀드 출자 재개
중소기업 중앙회	3,000	1,800	국내 PE 6곳에 PE출자 발표
교직원공제회	7,000	1,520	10개 PEF, 10개 VC 출자
우정사업본부	2,500	1,000	전년 대비 3.5배 확대
과학기술인 공제회	1,700	1,400	루키리그 재도입
국민연금	–	4,000	PEF 출자 연기
공무원연금	1,600	–	해외 중형 바이아웃 중심 투자
군인공제회	3,400	1400	2025년 하반기 최대 규모 출자 결정

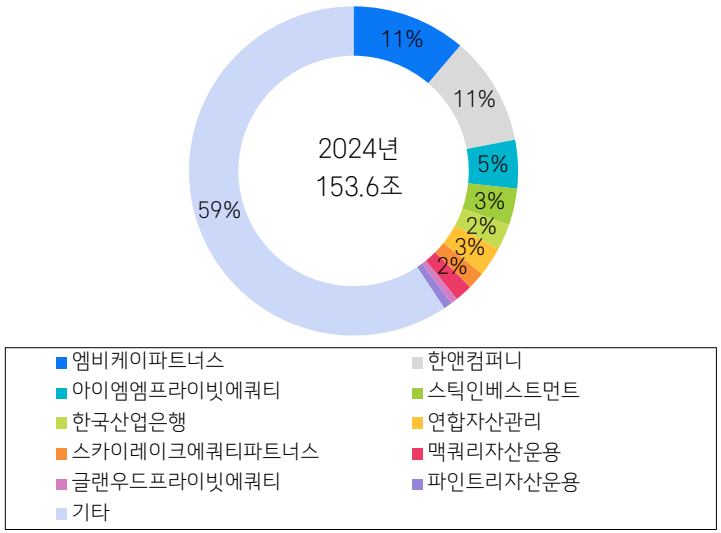
자료: 각 공제회, 삼성증권

국내 PE

최근 이슈: 홈플러스 사태 이후 규제 강화

- 2025년 3월 홈플러스 회생신청 이후 국내 PE 시장에 규제 강화 논의가 본격화
- 국민연금은 2월 MBK파트너스의 6호 블라인드 펀드에 3천억원 출자 당시, '적대적 인수금융(M&A)에는 참여하지 않는다'는 내용을 계약서에 포함
- 국민연금은 추후 타 사모펀드 운용사와의 계약에도 이를 반영할 것이라 밝혔으며, 기업 자산을 매각해 성과를 내는 PE와는 거래하지 않을 것이라고 선언
- 6월에는 국회는 기관전용 사모펀드의 차입한도를 현행 순자산의 400%에서 200%로 축소하는 법안 발의
- 2025년 들어 주요 연기금 및 공제회의 국내PE에 오랜만의 출자는 긍정적이었으나 점차 LP들은 국내 출자에 선별적 태도를 보일 가능성이 높음

국내 PEF, GP별 AUM 규모



자료: 금융감독원, 삼성증권

홈플러스 사태 history

자료: 언론 기사, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA