SECTOR
UPDATE

2025.12


리서치센터 대체투자팀

**이경자 팀장, 수석연구위원**
kyungja.lee@samsung.com

**홍진현, 선임연구원**
jinhyun.hong@samsung.com

리서치센터 산업재팀
**손서원, 수석연구위원**
seowon.son@samsung.com

대체투자

## 2026년 대체투자 시장 전망

# “회복과 진화”

삼성증권

# 대체투자 시장 전망

2026년 대체투자 시장은 주요 변수인 금리의 하향 안정화로 장기 침체를 딛고 회복의 원년으로 예상합니다. 대체투자는 사모 중심으로 비유동성의 특성을 지녀 기관 중심의 시장으로 인식되어 왔습니다. 최근 패밀리오피스, 리테일 등 다양한 자금이 유입되며 시장 규모가 확대됨과 동시에 접근성이 개선되고 있습니다. 제도 정비도 이뤄지며 투명성 강화의 노력이 나타나고 있음에 주목합니다. 본 자료에서는 대체투자 시장의 주요 전략 외에도 시장 다양화에 기여하는 세컨더리 전략, 새로운 대체투자 시장으로 편입되는 가상자산, 여전히 기관 투자자의 주요 고려 요소인 ESG를 다뤘습니다.

PE는 사모대체의 과반을 차지하며 연관된 타 전략에 영향을 미치는 주요 전략입니다. 2026년 PE시장 회복의 근거는 ① DPI (분배금/납입자본)개선, ② 주식시장 강세로 비상장 기업의 밸류에이션 갭 확대, ③ 세컨더리 시장의 발전에 따른 유동성 증가입니다. PE의 엑시트 밸류는 금리와 역의 상관관계인데 금리 하락에 따른 딜 거래와 엑시트 활성화가 후행적으로 나타날 전망입니다.

PD시장은 크레딧 이벤트가 리스크 관리의 경각심을 일깨워주는 계기가 되었습니다. BSL(Broadly syndicated loan)과 경쟁했던 직접대출은 직접 개별 기업에 대출을 실행하므로 실사 및 이벤트 발생 시 개입에서 차이가 있습니다. 관세정책 및 이민자 강경책, 고금리 후유증으로 레버리지론 전반의 손실률 상승은 불가피하나 직접대출은 비교그룹 대비 낮은 손실률을 보이며, 차주 역시 신속성과 유연성으로 직접대출 선호도가 큽니다. 금리 하락은 차주 건전성과 대출 수요에 긍정적이며 PE시장 회복도 우호적 환경입니다.

고금리 후유증에서 가장 먼저 정상화된 시장은 인프라였습니다. 일반적으로 인플레이션 압력이 높을 때 인프라는 수혜를 누립니다. 2026년에도 인플레이션 압력에서 완전히 자유롭기 어렵고 AI발 디지털 인프라와 에너지 전환이 장기 투자 테마로 작용하며 인프라는 실물자산 시장 내 부동산을 제치고 최상위 자산군으로 부상할 전망입니다. 하위전략으로는 인프라 사모대출이 에쿼티보다 유리하다고 판단됩니다. 동급 기업채 대비 100bp 이상 높은 수익률을 보이는데다, 인프라 자산의 속성상 부도율이 낮습니다. 인프라 사모대출은 단순 채권구조가 아닌 하이브리드 대출구조로 수익률에 알파를 추구합니다.

글로벌 부동산 시장은 고금리 후유증에서 가장 회복이 더딥니다. 2026년 미 CRE 시장은 대출의 구조조정을 예상합니다. 반면 신규대출은 2026년 집중된 리파이낸싱과 대주에게 유리하게 구조화되는 추세 고려 시 투자 기회가 늘어날 것입니다. 2026년 부동산 시장은 낙관적 희망보다 부채의 구조조정 속에서 기회를 찾아야 하며 투자전략으로는 대출과 신성장섹터 집중 전략을 제시합니다.

종합적으로 2026년 대체투자 시장에서 PE와 인프라 시장에 관심이 필요합니다. 매크로 불확실성 완화, AI 등 기술혁신이 야기한 새로운 성장산업은 PE와 인프라 시장 활성화 요소입니다. 투자자의 관심이 이제 IRR보다 꾸준한 현금흐름으로 전환하며 이에 부응하는 전략 중심의 성장이 예상됩니다.

REPORT
# CONTENTS


**01 사모 주식 (Private Equity) 04p**

1) PE 투자의 이유
2) 투자 전략과 엑시트 방식의 변화
3) 밸류에이션
4) 2026년 전망: 현재 빈티지의 매력

**02 사모 대출 (Private Debt) 28p**

1) 사모신용 이벤트 점검
2) 사모대출 시장의 성장
3) 전략적 확장
4) 금리 하락, 차주의 건전성과 신규 대출 수요에 긍정적

**03 사모 인프라 49p**

1) 다양한 리스크 프로파일
2) 투자전략: 대출전략 유망
3) 투자 대상과 지역
4) 리스크 점검과 결론

**04 글로벌 부동산 68p**

1) 미국 상업용 부동산 시장
2) 만기의 벽(Maturity wall)
3) 섹터별 분석
4) 유럽 상업용 부동산 시장

**05 이슈 분석 97p**

1) 세컨더리 전략
2) 가상자산
3) ESG

PART
01

# 사모 주식(Private Equity): 회복과 진화

# EXECUTIVE SUMMARY

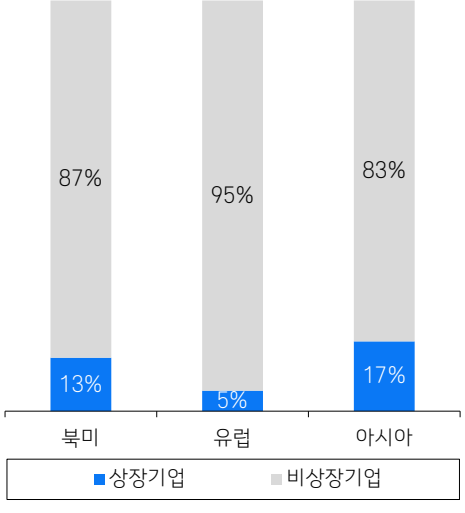
| | |
|---|---|
| PE 투자의 이유 | • 포트폴리오 분산 효과, 전통자산과 낮은 민감도, 비상장 기업의 방대한 시장 규모 고려 시 PE 투자 필요성이 높아질 것<br>• 미국, 유럽, 아시아의 2022~2023년 비상장 기업 매출 비중은 86%, 상장 시장에만 집중할 경우 다각화 혹은 알파 창출이 어려움<br>• 2025년 들어 PE 딜 거래에서 특징은 상장기업의 비상장 전환 붐, 초대형 딜 대부분은 비상장화에서 발생 |
| 시장 점검 | • 글로벌 PE시장은 2024년 저점 확인 후 2025년 들어 회복세이나 예년 대비 여전히 부진, 주요인은 엑시트가 막히며 LP의 유동성 압박<br>• 3분기 딜 거래는 최대 분기 수치 기록. Electronic Arts(비상장 전환, 550억 달러)의 기여, 딜 증가는 결국 시차를 두고 엑시트 활성화를 시사<br>• 과거 바이아웃 중심의 PE시장이었으나 카브아웃(분할매각), Growth, 애드온 등 다양한 방식의 거래가 동반 증가할 전망<br>• 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<br>• 상장-비상장 기업간 밸류에이션 갭 확대, 괴리율은 2015년부터 평균 15.2%, 2025년 30.6%로 확대, 비상장 기업의 밸류에이션 매력 상승<br>• 2025년 상반기부터 바이아웃 펀드와 M&A 딜의 밸류에이션은 코로나19 이전인 2017~2019년 수준으로 회귀 중<br>• 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<br>• 최근 유럽에서도 메가딜이 다수 이뤄지는 추세, 유럽PE의 밸류에이션은 EV/EBITDA 기준, 30% 가량 할인<br>• 북미 대비 시장은 작지만 유럽은 오너 경영 방식이 많고 승계 솔루션 및 성장자금 조달 수요가 높아 PE시장 잠재력이 높음<br>• 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<br>② 2025년부터 분배가 출자금을 상회하는 회복 초기 신호. 2021년 고가 매입 자산의 수익 개선, 세컨더리 시장 확대로 유동성 공급의 영향<br>③ 금리 인하, 정책 불확실성 완화, 비상장 기업과 상장기업간 밸류에이션 갭 확대 등으로 현재 빈티지의 수익성 상승 여력 잠재<br>④ DPI 개선에 주요 역할을 하는 세컨더리 시장은 엑시트 환경의 근본적 변화를 야기하며 대안에서 주류 전략 중 하나로 부상할 전망 |

자료: 삼성증권

# 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



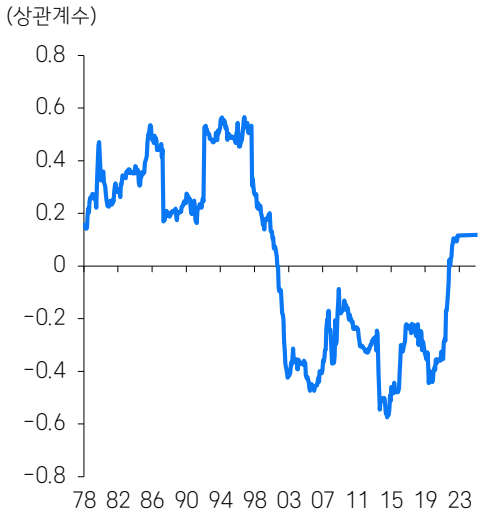

참고: 2022~2023년 평균 매출 기준
자료: S&P Capital IQ, 월드뱅크, 삼성증권

### 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

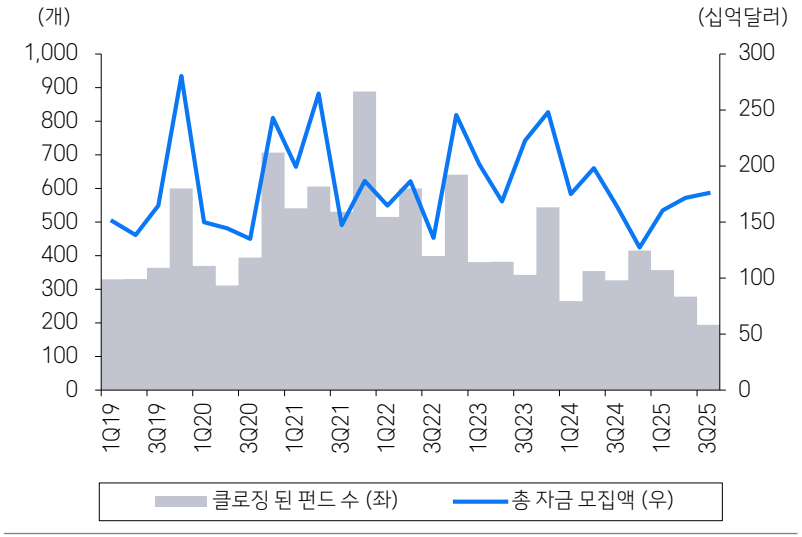



자료: Bloomberg, 삼성증권

# 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

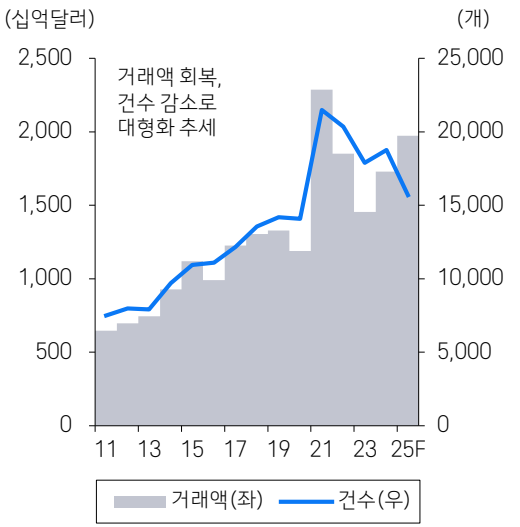
| 펀드명 | 운용사 | 규모 (십억달러) | 펀드 종류 |
|---|---|---|---|
| Ardian Secondary Fund IX | Ardian | 30.0 | 바이아웃 |
| EQT XI | EQT | 26.1 | 바이아웃 |
| Advent International GPE XI | Advent International | 26.0 | 바이아웃 |
| Blackstone Capital Partners IX | 블랙스톤 캐피탈 파트너스 | 21.0 | 바이아웃 |
| Goldman Sachs Vintage X | 골드만삭스 | 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

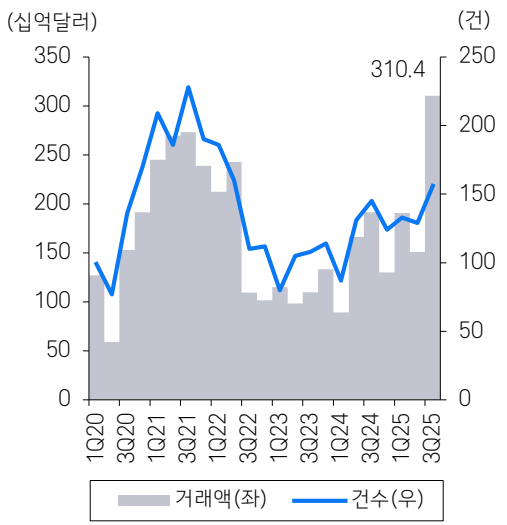
- 2025년 상반기 관세정책으로 PE 딜 타격. 그러나 점차 공급망 병목이 완화되고 B2B 산업도 관세 불확실성이 해소되며 딜 회복세
- 상반기 딜 거래는 **테크와 B2B 산업이 견인하는 가운데 비상장 전환 붐과 메가딜의 특성**. 애드온, 카브아웃, Growth 등 모든 전략에서 증가
- 메가딜 증가: 딜 건수는 감소했으나 대형 딜이 주도하며 거래액 증가, 3분기 10억 달러 이상 메가딜은 역대 최고 수준. EA의 LBO(550억 달러)가 대표적
- 3분기 딜 거래액은 분기 최대치인 3,104억달러. 건수도 2022년 이후 최대치(156건), 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



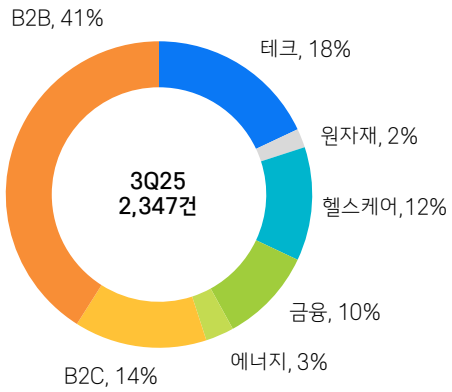

참고: 2025년 수치는 상반기 기준 수치를 연환산한 것
자료: Pitchbook, 삼성증권

### 3분기 메가딜은 역대 최고치 수준




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

### 3분기 누적 PE 딜 거래액 산업별 구분




자료: Preqin, 삼성증권

# ① 카브아웃과 Growth

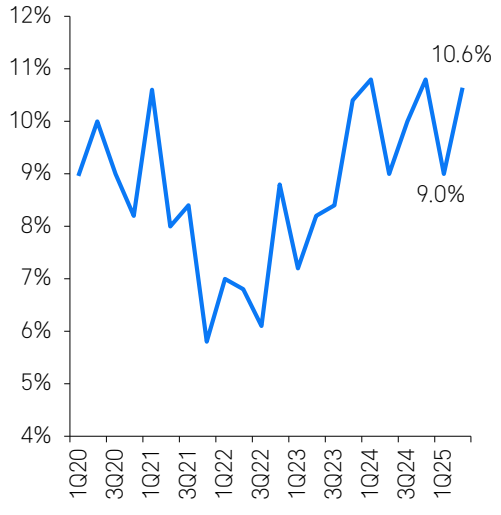
- 카브아웃딜: 상반기 불확실성으로 미뤄졌으나 하반기 빠르게 재개. 무역정책 불확실성 해소, 기업들의 비핵심 자산 정리, 고성장 산업 재투자 기조
  - PE는 검증된 사업부를 합리적 가격에 인수할 기회, 2023년 이후 꾸준히 바이아웃 펀드 내 10% 내외 비중 차지
- Growth 전략: 2025년 들어 꾸준히 증가해 3분기까지 PE 시장 내 23.2% 비중 차지, 과거 5년 평균 19.1%를 상회
  1) 기업들이 기존대비 매력적 조건으로 신규 자본을 유치하려 하며, 2) 시장에 데이터 접근성이 높아지며 데이터 기반의 투자전략이 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

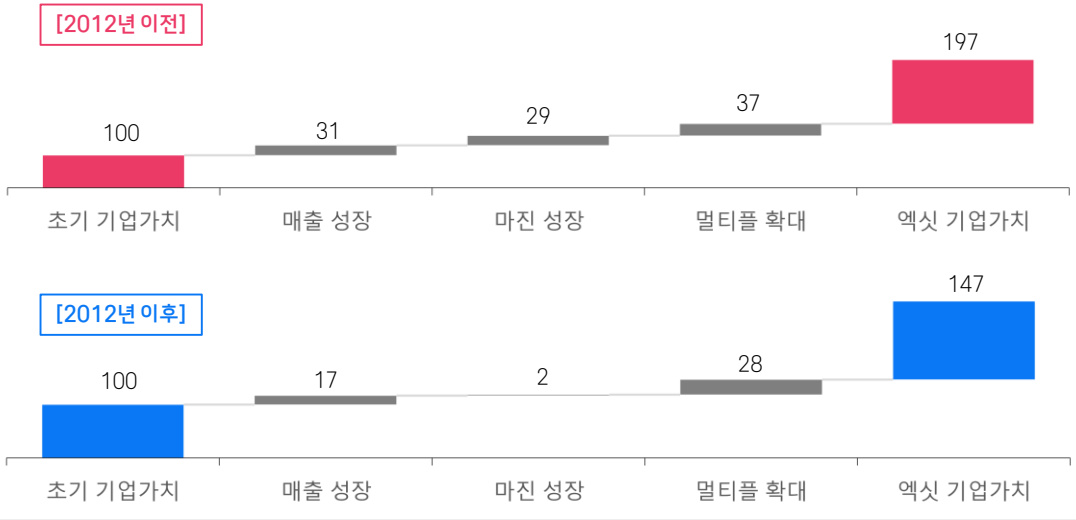



자료: Pitchbook, 삼성증권

# ② 기업 가치 증대 방식 변화: 레버리지보다 운영 개선

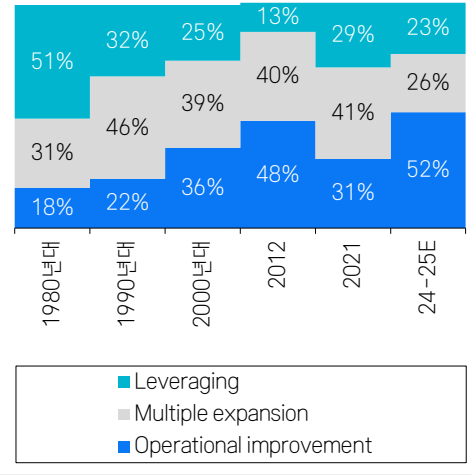
- 저금리 시기에는 레버리지를 활용한 DPI 개선이 주를 이뤘으나, 2023년 이후에는 기업의 운영 효율성 개선에 집중하기 시작
- 스폰서들은 예전처럼 운영 개선을 이루지 못하며 밸류에이션 압박을 느끼게 됨
  - 카브아웃의 경우, 2012년 이전 분할된 기업은 투자기간 매출과 마진을 31%, 29% 상향시켜 기업가치 증대를 이룸
  - 2012년 이후 매출 증대율은 17%, 마진 증대율은 2%로 축소. 멀티플 확대도 이와 비례해 하락
- 2021년까지 레버리지와 멀티플 확대로 기업가치 증대를 꾀했다가 급격한 가치 조정을 겪은 뒤 최근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

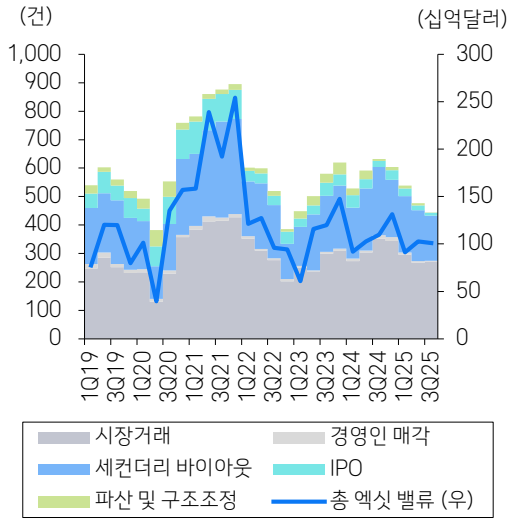



자료: BCG, EY

# ① IPO,M&A: 전통 방식의 엑시트는 부진

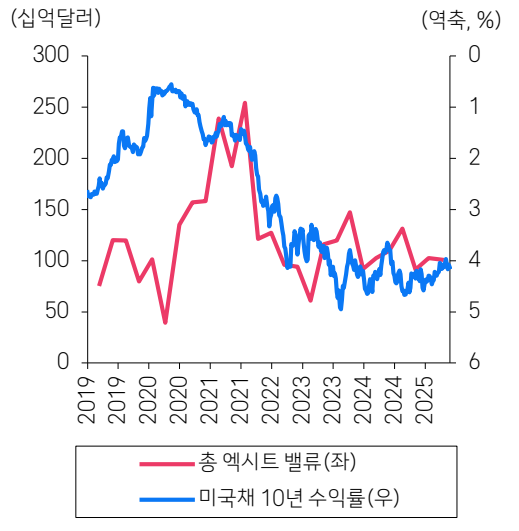
- 전통적 엑시트 방식인 IPO와 M&A의 장기간 침체가 PE시장 DPI 하락의 주요인. 관세정책 및 고금리 후유증 지속
- 주요 엑시트 방식이던 전략적 매각(Exits to corporate)도 급감. 엑시트 밸류 대비 비중은 2분기 60% → 3분기 39%. 기업들이 신중해지며 대형 딜 지연
- 2025년 들어 IPO는 잠깐 회복되었다가 10월 미 정부 셧다운으로 SEC가 IPO 승인을 중단하며 경색, 그러나 점차 IPO 재개될 전망
- 스폰서-스폰서 엑시트는 엑시트 밸류의 42%를 차지, 가장 일관적이고 안정적 엑시트 창구
- **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

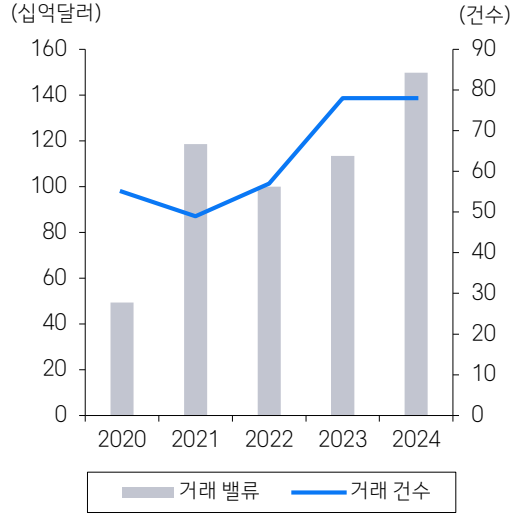
## 3분기 최대 딜인 Electronic Arts 거래

**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

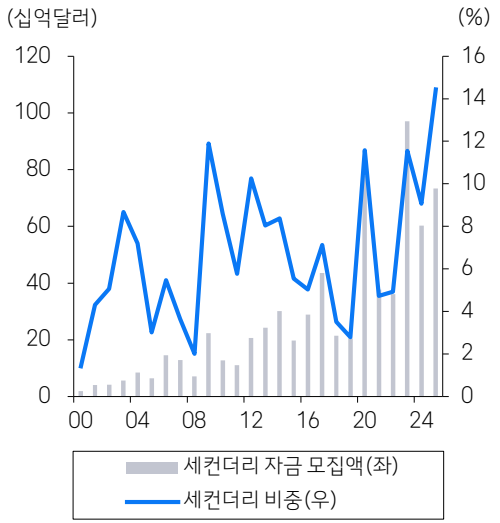
| 인수대상 | 매수자 | 규모 (십억달러) |
|---|---|---|
| Endeavor Group | Silver Lake Technology Management | 21.5 |
| Catalent | Novo Holdings, Novo Nordisk Fonden | 16.5 |
| Adevinta ASA | General Atlantic Service, TCMI, Permira Advisers등 | 14.6 |
| Qualtrics International | Silver Lake Technology Management, CPPIB | 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

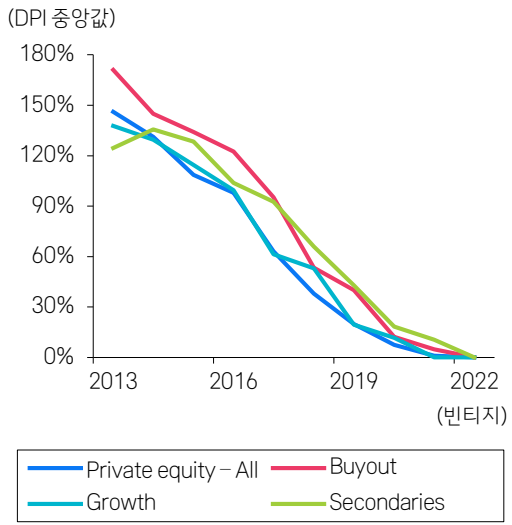
- **LP가 IRR보다 DPI를 우선시하는 기조**가 형성되며 PE 세컨더리 시장은 빠르게 성장
- 포트폴리오에서의 자본 회수가 중시되기 시작. IPO와 M&A가 제한적인 상황에서 LP들은 세컨더리 전략을 적극 활용하기 시작
- 세컨더리는 펀드 수명 중후반에 형성되어 프라이머리 대비 빠른 현금흐름 회수가 가능, 매각자는 기존 포트폴리오의 유동성 확보
- 세컨더리 전략은 신빈티지에서 기타 전략 대비 높은 DPI 추이를 보였으며 NAV 할인율로 인해 전체 PE 전략 대비 높은 IRR
- 세컨더리 전략의 주요 방식인 CV(컨티뉴에이션 펀드),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

## PE 세컨더리 모집액 및 비중 추이



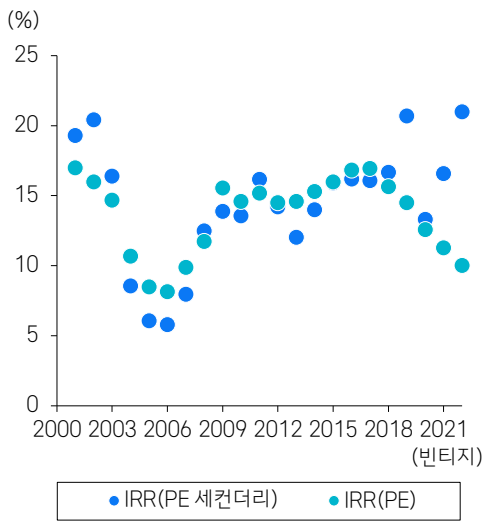

참고: 전체 PE 펀드 자금 모집액 중 세컨더리 전략의 비중
자료: Preqin, 삼성증권

## 신빈티지 중 세컨더리 전략의 DPI 우세




자료: Preqin

## 신빈티지 PE 세컨더리 IRR 개선

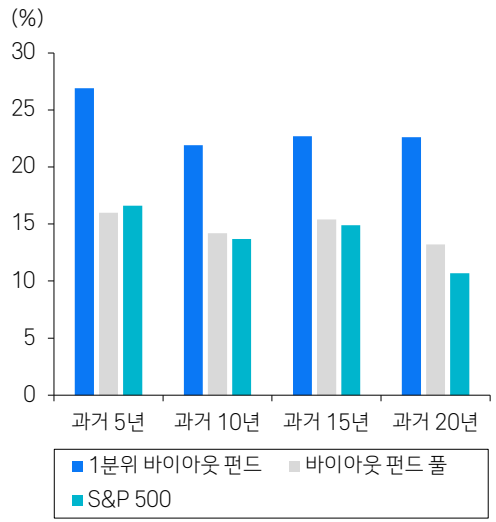



참고: 펀드별 IRR 중앙값 기준
자료: Preqin, 삼성증권

# 할인율: 공모시장 대비 할인

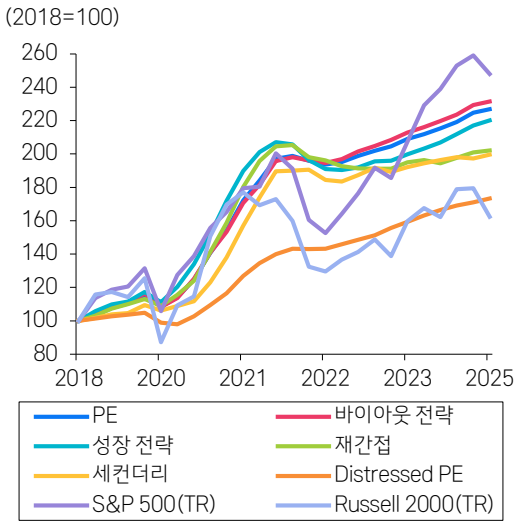
- 북미 바이아웃 펀드는 역사적으로 S&P 500을 초과하는 수익을 달성해왔으나 2025년 주식시장 호황으로 S&P 500 지수가 모든 사모 전략을 상회
- 상장-비상장 기업간 밸류에이션 갭 확대, 2015~2025년 3분기 평균 괴리율은 15.2% → 2025년 괴리율은 30.6%, 비상장 기업의 밸류에이션 매력 상승
- 비상장 기업은 2021년 저금리 및 우호적인 엑시트 환경으로 밸류에이션 고평가, 이후 지속적 조정과정
- 2026년, 밸류에이션이 하락한 상황에서 DPI가 바닥을 확인하는 시기. **어려운 시기의 빈티지는 중장기적으로 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



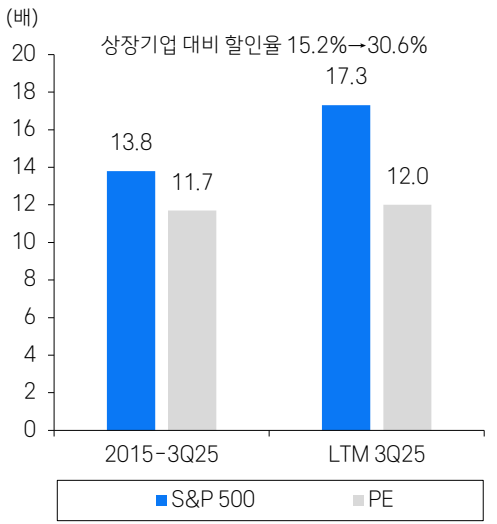

참고: 2Q25 종가 기준 과거 데이터 비교
자료: Pitchbook, 삼성증권

### 2025년, 주식시장은 크게 아웃퍼폼




자료: Preqin, 삼성증권

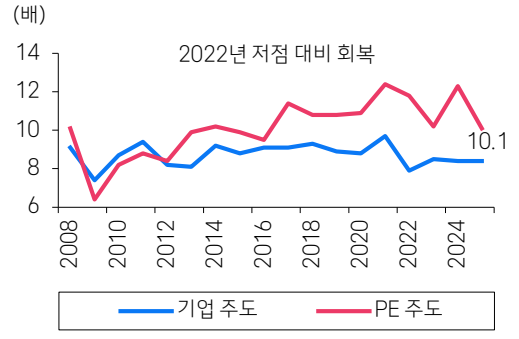
### 공개 주식시장과 멀티플 괴리 확대




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

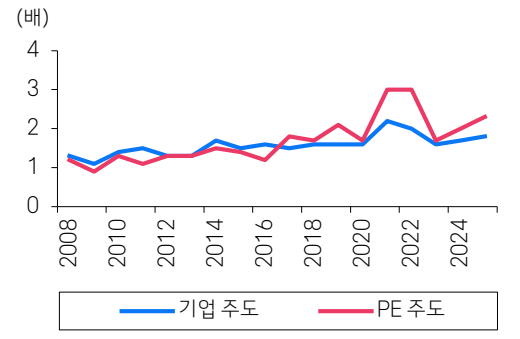
# 할인율: 코로나19 이전으로 회귀

## M&A딜 EV/EBITDA 멀티플 추이




참고: 북미, 유럽 대상
자료: Preqin, 삼성증권

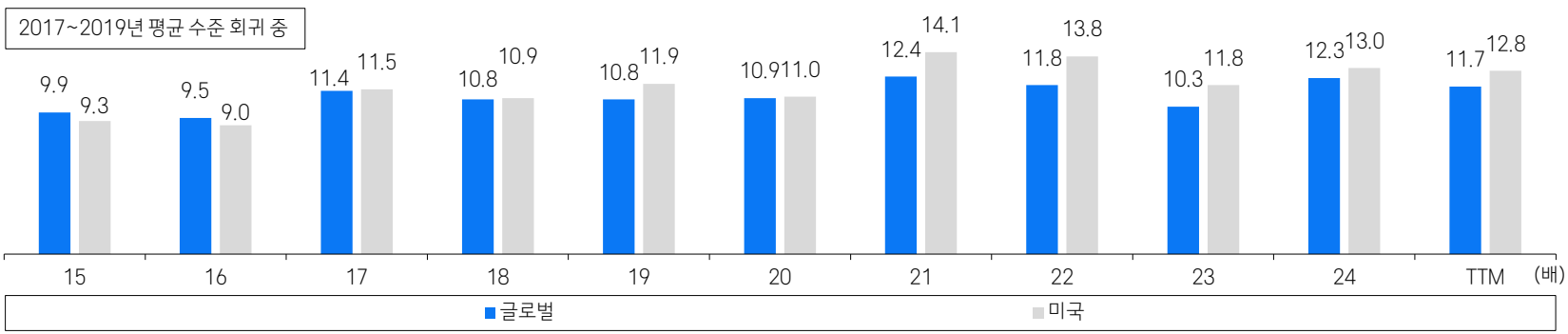
## M&A딜 EV/매출 멀티플 추이




참고: 북미, 유럽 대상
자료: Preqin, 삼성증권

- 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

## 글로벌 및 미국 바이아웃 EV/매출 배수

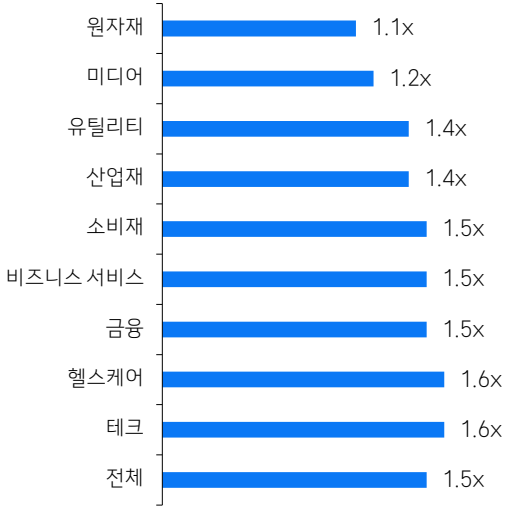



참고: 2025년 6월 말 기준
자료: Preqin, 삼성증권

# 섹터별: 테크 주도의 시장

- 고성장/서비스 산업이 안정적이고 높은 MOIC(누적 회수금+미실현가치)/투자원금)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)

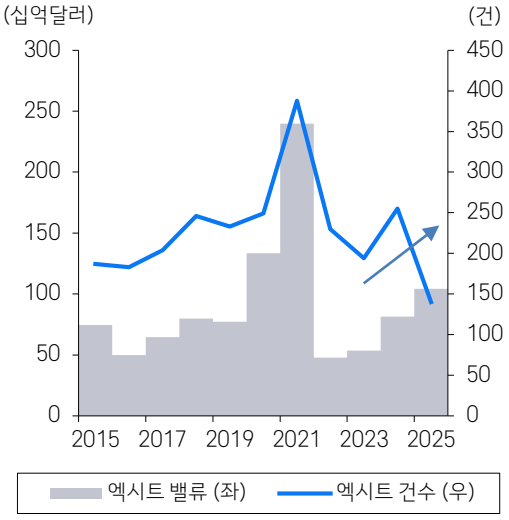



참고: 2018~2Q25 중앙값 기준
자료: DealEdge, 삼성증권

## 섹터별 EV/EBITDA 멀티플

참고: 2Q25 기준 중간값
자료: DealEdge, 삼성증권

## 테크 부문 엑시트 활동

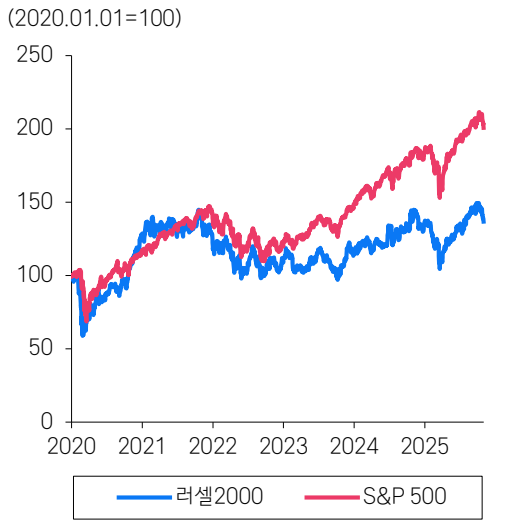



참고: 2Q25 기준 중간값
자료: DealEdge, 삼성증권

# 규모별: 미들마켓의 기회

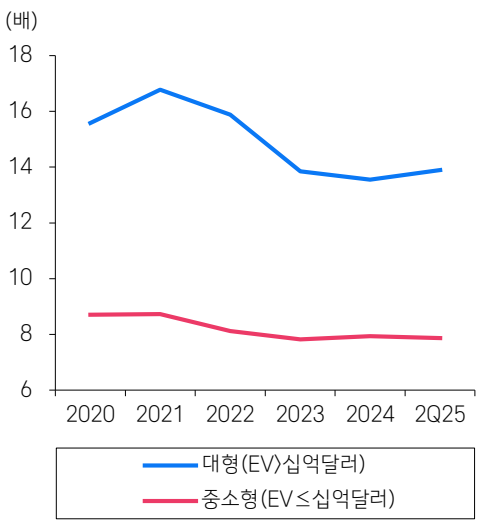
- 대형 기업에 집중 투자하는 메가펀드는 2020~2022년 사상 최대 규모 자금모집을 완료했으나 대규모 드라이파우더를 보유한 채 배치속도 둔화
- 중소 기업은 대기업과 40~50% 내외의 밸류에이션 할인 지속, 중소기업은 딜 거래 시 실사에 더 오랜 시간이 걸리고 철저한 준비 후 매각하기 때문
- **효율성이 낮고 기업의 최적화가 덜 된 중소기업에 PEF를 통한 가치 창출의 효과가 커질 수 있음**. 반면 대기업은 비용 효율성에 중점을 두는 경우가 많음
- 대형주는 IPO에 의존도가 높지만 중소형주는 M&A를 통한 엑시트가 증가세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

### 대형주 아웃퍼폼, 2024년 이후 뚜렷



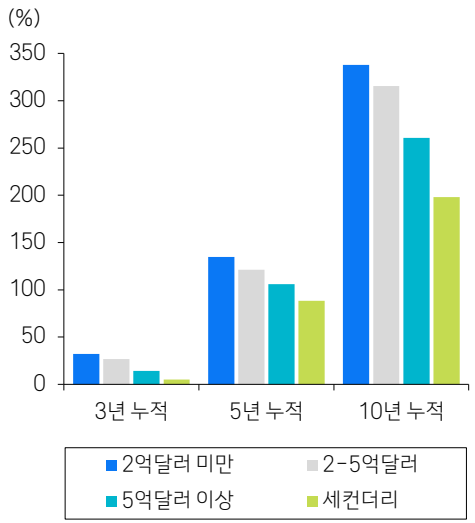

자료: Bloomberg, 삼성증권

### 중소 기업의 멀티플 할인




참고: EV/EBITDA 멀티플 기준
자료: Schroders Capital

### 소규모 기업에서 바이아웃 수익 극대화

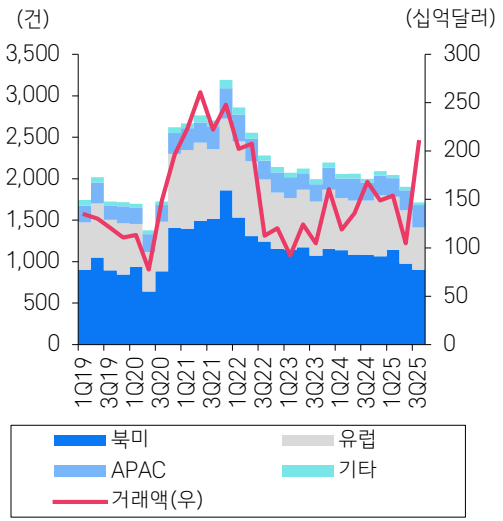



참고: 1Q25 기준 과거 데이터 total Return 비교
자료: Preqin

# 지역: 북미 주도의 시장이었으나

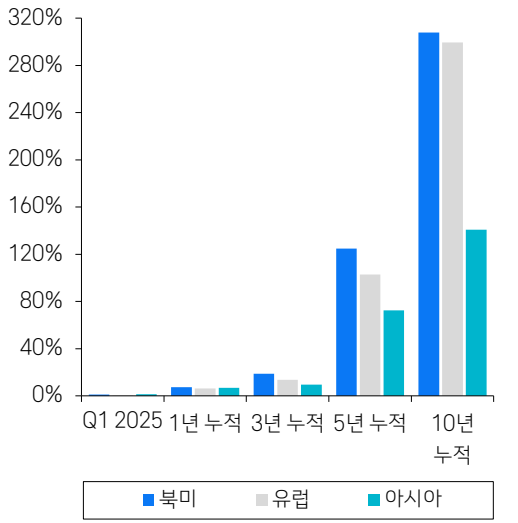
- 북미는 가장 큰 PE시장, 연간 북미의 PE펀드 자금 모집은 유럽의 2.4~3배 수준, 3분기에도 압도적으로 자금 모집 규모가 컸음
- 그러나 바이아웃 딜은 유럽은 꾸준한 반면 북미는 고금리, 정책 불확실성을 겪으며 하락
- 수익률은 북미가 압도적으로 높지만 **장기 시계열로 갈수록 유럽과 격차 축소**

### 북미 바이아웃 딜 건수 감소, 유럽 꾸준



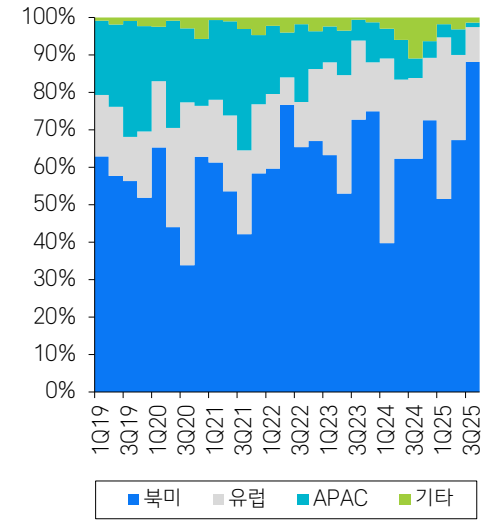

자료: Preqin, 삼성증권

### 수익률은 북미가 소폭 우월




자료: Preqin, 삼성증권

### 모집액은 북미 주도



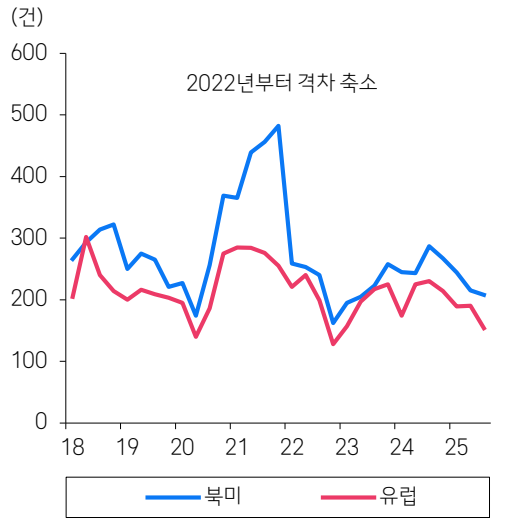

자료: Preqin, 삼성증권

투자 대상

# 지역: 유럽으로 분산 예상

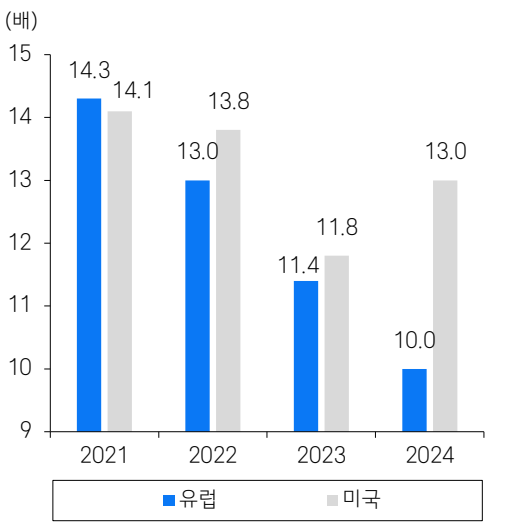
- 엑시트 건수는 북미 대비 유럽이 상대적으로 꾸준. 유럽에서도 50억 달러 이상의 메가딜 거래 다수가 이뤄지는 추세
- 거래유형별로 유럽 PE 딜은 PEF로 매각이 50% 이상을 유지해 옴
- 북미 대비 시장은 작지만 유럽은 오너 경영방식의 비중이 높고 **승계 솔루션과 성장자금 조달 수요가 높아 PE시장의 성장 잠재력이 높음**
  - 코로나19 이후 새로운 변화를 맞이하며 오너들은 FI (재무적 투자자)를 파트너로 생각하기 시작, 테크 기업의 경우 창업자의 회사 매각 의향도 높아짐
- 일부 유럽 및 캐나다 연기금은 PE 투자 비중을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

**북미와 유럽의 엑시트 건수**



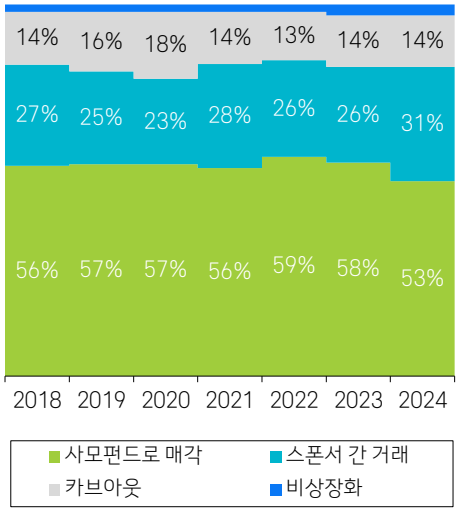

자료: Preqin, 삼성증권

**유럽의 밸류에이션, 미국보다 낮음**




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

**거래유형별 유럽 PE 딜 비중**

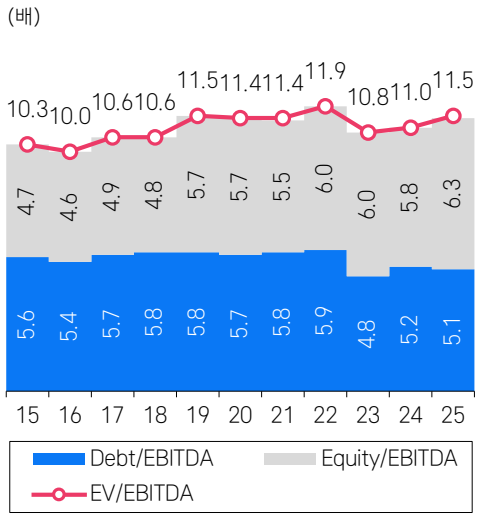



자료: GainPro, 삼성증권

# 구조적 변화: 에쿼티 비율 상향

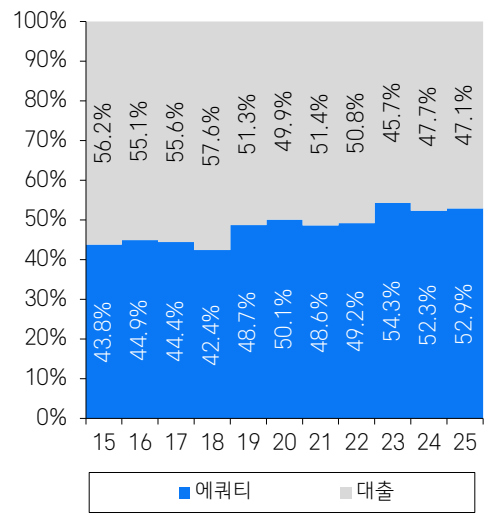
- 3분기 BSL(Broadly syndicated loan) 발행이 전기 대비 3.5배 증가. 67%는 repricing(금리 재협상), 16%는 리파이낸싱이며 신규 LBO와 M&A는 부진
- Dividend recap 증가. 3분기 리캡 규모는 247억달러, 2024~2025년 PE펀드가 배당 목적으로 인출한 금액은 1,252억 달러로 역대 최고
  - 엑시트 시장이 막히며 매각이 안되면 대출로 배당을 지급하는 전략 확산. LP 압박과 펀드의 IRR 제고 욕구
- 금리 인하와 스프레드 축소로 BSL 스프레드는 400bp 미만으로 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



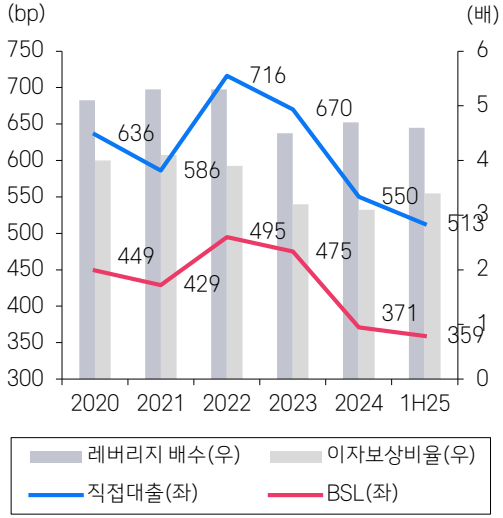

자료: Pitchbook, 삼성증권

## LBO 자본 구조 변화- 에쿼티 비중 상향




자료: Pitchbook, 삼성증권

## BSL 스프레드 하락, 재무비율 안정화

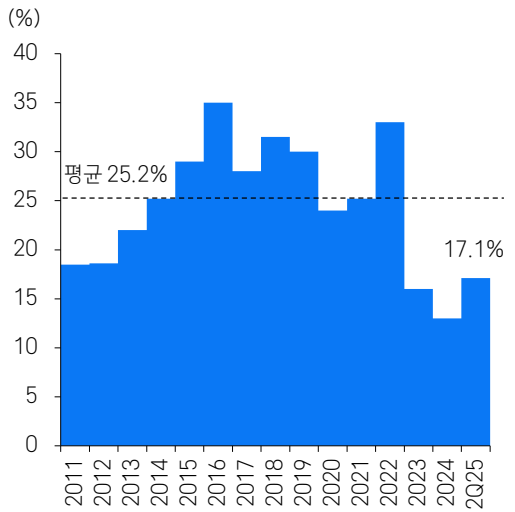



참고: SOFR 기준 스프레드, 레버리지 배수=차입금/EBITDA
자료: Pitchbook, 삼성증권

# DPI: 2026년 회복 단계

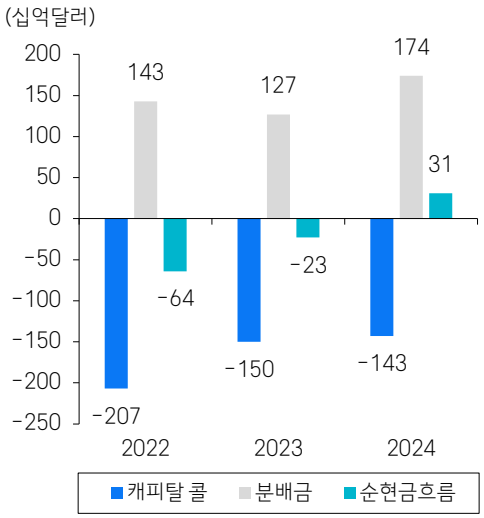
- 2010~2021년 순 분배금 급증의 PE 시장의 장기 호황 후 LP는 포트폴리오 유지에 어려움을 겪고 자금모집이 급증하며 2022년 순 분배금은 (-) 전환
- 2025년부터 분배금이 출자(contribution)을 다시 상회하는 분배금 회복 초기 단계지만 여전히 DPI는 역사적 평균을 하회, 이는 PE시장 위축의 주요인
- 2026년부터 DPI 본격 회복 예상. **금리 하락, 2021년 고가매입 자산의 EBITDA 정상화, 세컨더리 시장 확대로 유동성 공급** 등에 기인
- 테크, 헬스케어, 에너지 전환 및 인프라 섹터가 DPI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

## 연도별 DPI는 회복세



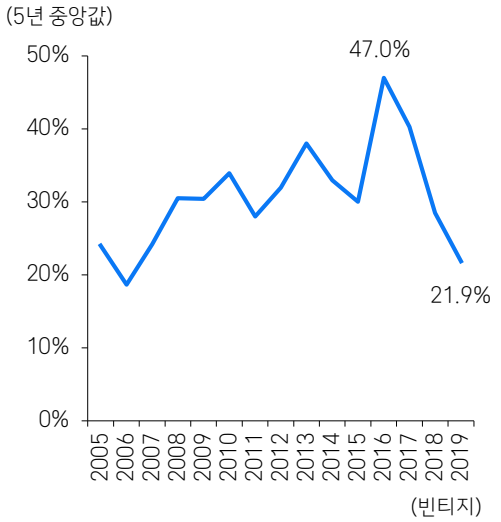

자료: Pitchbook, 삼성증권

## 2024년 분배금 개선으로 순현금흐름(+)




자료: Preqin, 삼성증권

## 빈티지별 DPI

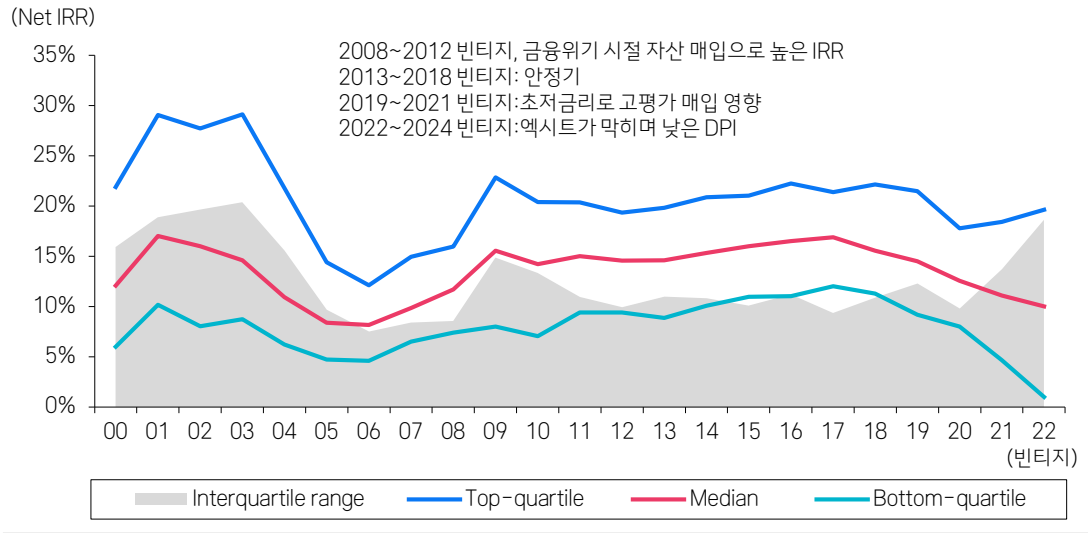



참고: 펀드 빈티지별 5개년 DPI 중앙값 기준
자료: Preqin, 삼성증권

# 성과: 현재 빈티지의 매력

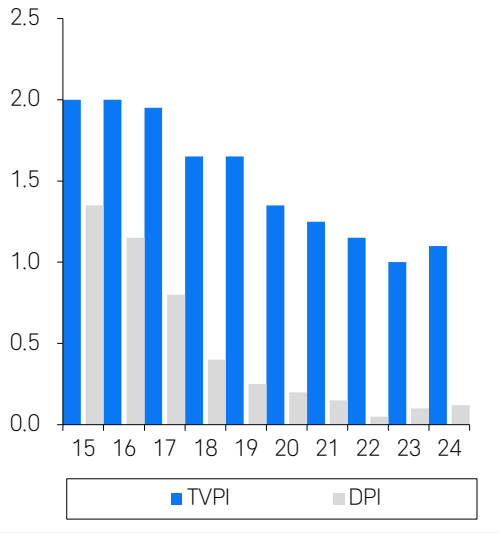
- 2025년 들어 PE 전략의 수익률은 완만한 회복. 그러나 top-quartile을 제외한 대부분의 펀드는 net IRR 기준 10% 하회
- Top-quartile은 밸류에이션 부담이 컸던 2021~2022년 빈티지조차 회복세이나 하위 quartile과 성과 격차 확대
  - 최상위 자산만 제한적 매각(엑시트) 되고 있으며 낮아진 레버리지 영향. 레버리지 축소는 PE시장의 IRR이 구조적으로 하향 안정화될 가능성을 시사
- 2026년 수익률 개선 가능성. 테크/AI관련 주식 상승으로 밸류에이션 갭 확대, 9월 금리 인하, 정책 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

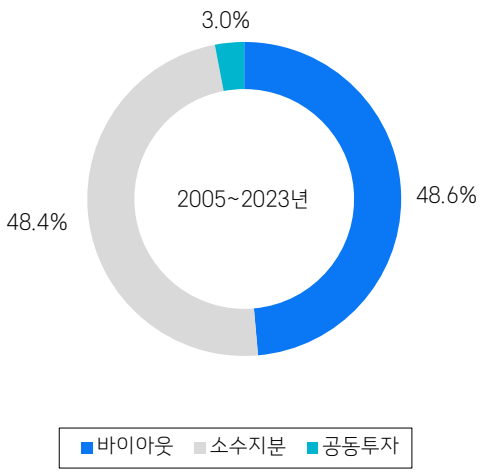



참고: 2024년 3분기 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

# 한국형 PE: M&A 성장의 주요 동인

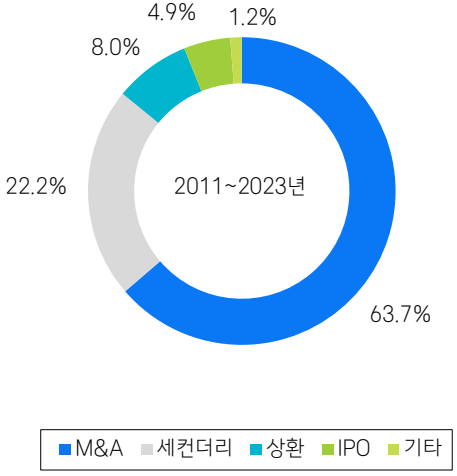
- 2004년 사모투자전문회사(PEF) 제도 도입 이후 PE는 국내 M&A 시장의 주요 동인
- 2010년대 초 거래규모 및 건수에서 PE 거래는 전체 M&A 거래의 10% 미만이었으나 2020년 들어 거래규모 기준 30%, 건수 기준 40% 이상을 차지
- 국내 PE의 바이아웃 투자 비중은 2010년대 중반 감소세로 전환한 반면, 2018년 이후 소수지분 투자 비중이 증가
- 2011년 이후 M&A 회수 비중은 감소세, 세컨더리를 통한 회수 비중은 증가세로 글로벌 흐름과 유사
- 국내 PEF는 주식시장 대비 초과 성과를 창출한 것으로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

### 국내 PEF 운용방식별 비중



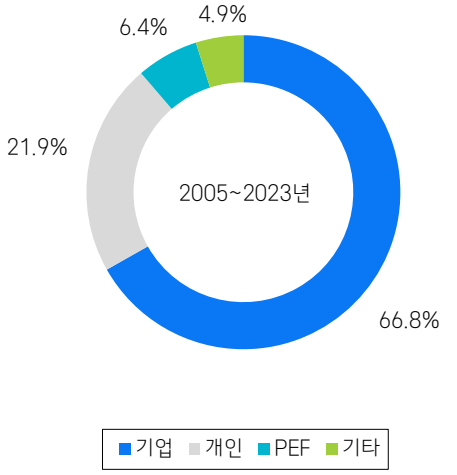

자료: 자본시장연구원

### 국내 PEF 회수방식별 비중




자료: 자본시장연구원

### 국내 PEF 매각주체별 비중



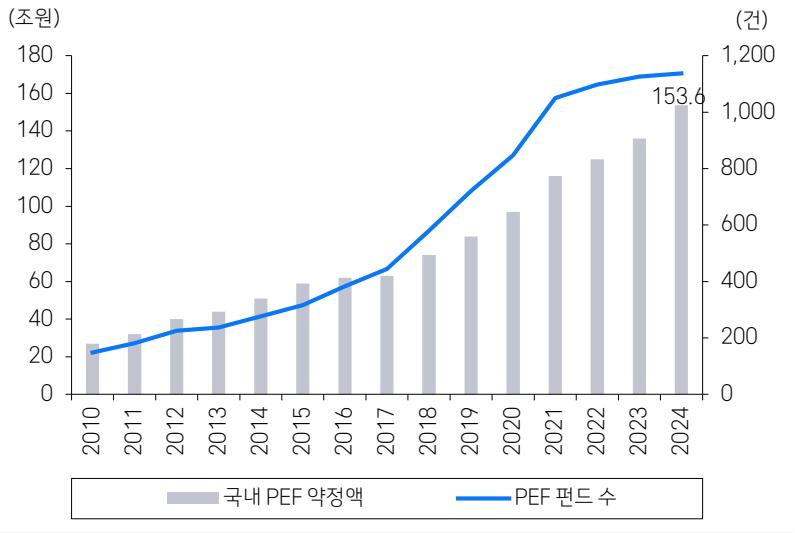

자료: 자본시장연구원

국내 PE

# 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

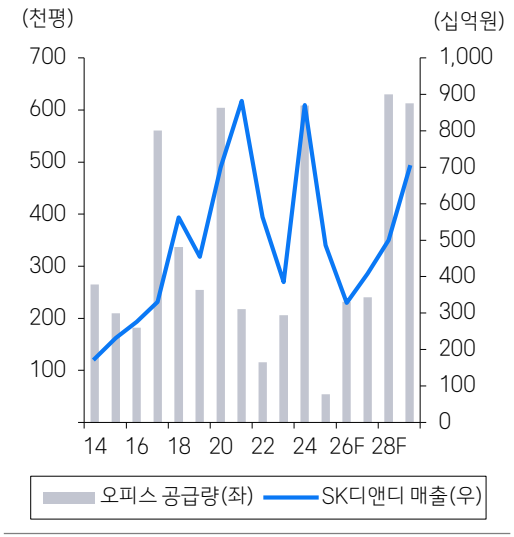
- 10월, 한앤컴퍼니는 SK디앤디 주식을 공개 매수 후 상장폐지를 추진한다고 공시
- SK디앤디의 지분구조는 한앤컴퍼니 31.27%+2주, SK디스커버리 31.27%였으며 한앤컴퍼니는 유통주식 37.4%를 전량 취득해 상장폐지하기로
- 과거 한앤컴퍼니는 시멘트 기업인 쌍용C&E의 경영 및 엑시트 방식과 유사. 경영권 취득 후 배당 증대(배당수익률 9%에서 시작), 인수합병으로 대형화, 폐기물 처리 등 친환경 사업 추가 등 포트폴리오 전환, 이후 시멘트 단가 인상으로 기업가치 제고 전략을 전개한 뒤 2024년 공개매수 후 상장폐지
- 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

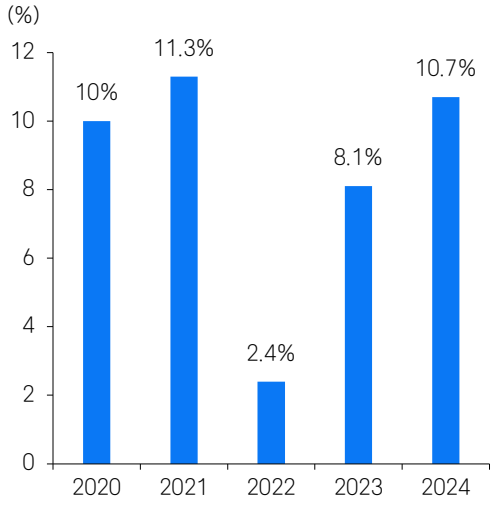



자료: SK디앤디, 삼성증권

# LP 동향: 국내 PE 출자 재개

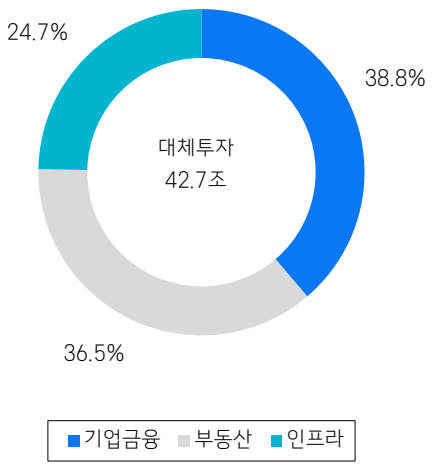
- 국민연금: 2024년까지 5년 연속 PE 출자, 약정 금액 최대 3.7조원. 그러나 최근 홈플러스 사태, 대체투자 비중 한계 도달 등으로 당분간 출자 가능성 낮음 - 2026년 포트폴리오 목표 비중에서 대체투자는 15%, 5월 말 기준 대체투자 규모는 212.5조원으로 이미 16.3%(10년간 5%p 상승)
- 공제회의 국내 PE 전략은 (1) 바이아웃· Growth 집중, (2) 안정적이고 투명한 운용사 선정, (3) 적대적 M&A 제외 원칙 강화 추세
- 주요 공제회와 공적 자금이 2025년 들어 오랜만의 국내 PE 출자는 국내 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

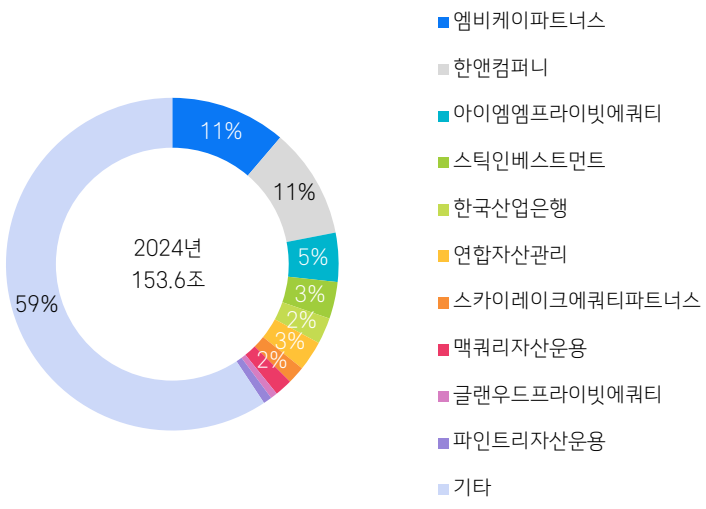
| 출자기관 | PEF (억원) | VC (억원) | 내용 |
|---|---|---|---|
| 행정공제회 | 3,500 | 1,500 | 6년만에 PE블라인드 펀드 출자 재개 |
| 중소기업 중앙회 | 3,000 | 1,800 | 국내 PE 6곳에 PE출자 발표 |
| 교직원공제회 | 7,000 | 1,520 | 10개 PEF, 10개 VC 출자 |
| 우정사업본부 | 2,500 | 1,000 | 전년 대비 3.5배 확대 |
| 과학기술인 공제회 | 1,700 | 1,400 | 루키리그 재도입 |
| 국민연금 | - | 4,000 | 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

# 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

PART
02

# 사모 대출 (Private Debt): 리스크 관리 속 성장

# EXECUTIVE SUMMARY

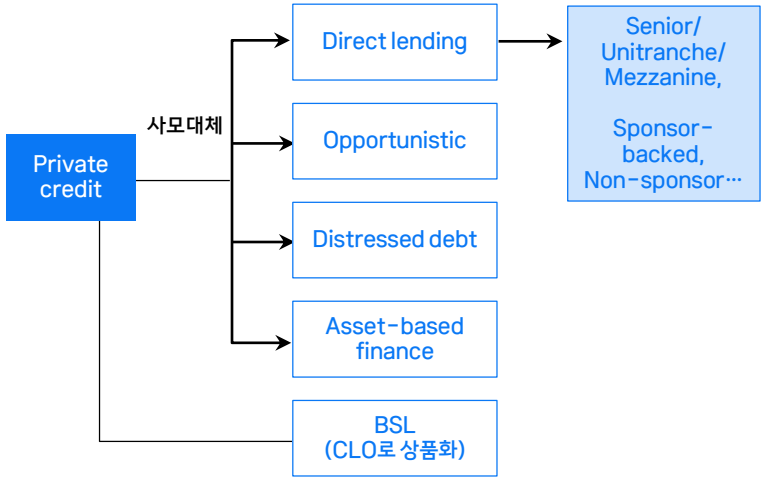
| | |
|---|---|
| **사모신용 이벤트** | • 하반기, 미국에 3건의 부실 대출 사례가 발생하며 사모신용 시장 전반의 리스크 제기. 3건 모두 중복담보 의혹이 제기되는 개별 이슈의 가능성<br>• 그럼에도 트럼프 행정부의 관세정책 및 이민자 강경책의 후유증이 취약 차주부터 영향을 미칠 가능성이 높음<br>• 직접대출에도 우려 제기, 그러나 BSL(broadly syndicated loan)과 사모대출의 주요 전략인 직접대출은 대주 구성과 covenant에서 차이<br>• 은행의 사모신용 vehicle에 유동성 제공이 증가했으나 사모대출은 만기까지 환매가 어렵고 차주 분산도 상승으로 시스템 리스크 가능성 낮음 |
| **사모대출** | • 대체투자의 주요 전략인 사모대출은 금융위기 이후 성장, 초기에는 전통 은행에서 대출을 받지 못하는 차주의 역선택이었으나 메인으로 부상<br>• 사모대출은 지난 10년간 하이일드 채권이나 레버리지론 등 비교 가능한 타 채권 대비 동일한 리스크 하에서 더 많은 수익을 창출해 옴<br>• 북미 미들마켓(중견기업)의 직접대출 수요 증가, 미들마켓 규모가 큰데다 향후 7년간 만기가 도래하는 대출 증가는 직접대출 시장의 기회 |
| **시장 동향** | • 사모대출 펀드의 자금모집 및 딜은 스폰서딜 의존도가 높은 만큼 PE 시장과 높은 연관성을 지녀 정체였으나 2025년 하반기부터 회복세<br>• 2024년부터 직접대출의 스프레드는 BSL과의 경쟁으로 축소되었으나 최근 크레딧 이벤트로 축소 압력은 완화될 전망<br>• 높은 스프레드에도 대출의 신속성과 유연성으로 차주들은 BSL 또는 하이일드 채권보다 직접대출 선호 경향 상승 |
| **전략적 확장** | • 사모대출의 주요 하위 전략은 직접대출로 과반 이상을 차지. 최근 선순위 직접대출에서 하이브리드 및 NAV 대출로 전략적 확장<br>• 딜과 엑시트 시장 악화로 LP들이 DPI를 중시하며 현금 회수가 빠른 메자닌 전략을 선호하기 시작한 영향<br>• ABF(자산담보부대출)은 직접대출의 대안으로 자리잡기 시작, 사모대출 시장 내 직접대출에 과도한 쏠림을 분산하고자 하는 LP들의 니즈<br>• 지역적으로는 유럽 사모대출 시장의 성장이 뚜렷. 우호적인 금리 환경, 독일 중심으로 인프라 투자 확대 영향을 고려한 것 |
| **결론** | ① 2025년 발생한 일련의 크레딧 이벤트는 은행 주도의 딜로 개별 단위로 펀드가 직접 기업에 대출하는 직접대출과 본질적으로 다른 시장<br>② 이를 계기로 사모신용 전반의 리스크 강화 기조 예상, BSL과 딜 경쟁을 하며 수익률 하락 압력을 겪은 직접대출의 환경 개선 예상<br>③ 금리 하락은 차주의 건전성과 신규 대출 수요에 긍정적. 침체였던 PE시장의 DPI와 엑시트 여건이 개선되고 있어 사모대출 활성화에 기여 |

자료: 삼성증권

# 사모신용(Private credit) : 광의의 비은행 대출

- 2025년 하반기, 미국 3건의 부실 대출 사례로 사모신용에 리스크 제기. CLO(BSL 등을 증권화한 상품)/직접대출 모두 비은행 신용공급의 넓은 개념 - CLO를 사모대출로 혼용, 사용되며 사모대출의 주요 전략인 직접대출(Direct lending)에 혼선, 3건의 사례를 직접대출로 오해하기도
- 일례로 퍼스트브랜즈 대출은 직접대출이 아닌, 은행 및 CLO 운용사 등 전통 금융기관과 광범위한 기관에 분산된 BSL(Broadly syndicated loan)
- CLO는 레버리지론을 증권화한 상품, 직접대출은 펀드가 차주에게 직접 대출 실행. 기본적으로 모두 신용등급이 낮은 기업에게 제공되는 레버리지론
- BSL은 대형 신디케이트 대출인만큼 철저한 실사 수행에 한계, **직접대출은 PE스폰서딜 위주로 개별 모니터링, 이벤트 발생 시 즉각적 대응의 차이**

### 광의의 사모신용(Private credit)




참고: CLO-Collateralized loan obligation, 이미 발행된 레버리지론(BSL 등)을 구조화한 상품
자료: 삼성증권

### 미국 레버리지론 분류

| 구분 | BSL | Direct Lending(직접대출) |
|---|---|---|
| 구조 | 구조화 증권 | 개별 대출 |
| 투자 구조 | 트랜치 구조(AAA~에쿼티까지) | Bilateral 또는 클럽딜 형태의 대출 |
| 자금흐름 | 대출 풀→SPV→ 투자자 | LP자금→ 펀드→ 차주 |
| 주요 차주 | 대형 레버리지론 차주 | 중견, 비상장 기업 |
| 유동성 | 중간 (2차 시장 존재) | 매우 낮음 (비공모) |
| 딜 규모 | 5~10억 달러 | 5억 달러 미만이 대부분이나<br>10억 달러 초과 대형 딜도 있음 |
| 투자자 | 기관, 은행, 펀드 | 연기금, 보험사, 패밀리오피스 등 |
| 특징 | • 증권화, 분산화, 구조화 수익<br>• 레버리지론 풀을 구조화한 증권 | • 직접대출, 통제력<br>• 운용사가 직접 대출을 만드는 전략 |
| 장점 | 분산효과 | 높은 금리 스프레드 |
| 기초자산 | 이미 발행된 레버리지론을 pooling | 대체투자 운용사가 자체적으로 비상장, 중견기업에 신규 대출 |

참고: 레버리지론은 기업 신용도가 낮고(BB+ 이하) 레버리지가 높은 기업에게 제공되는 대출을 의미
자료: 삼성증권

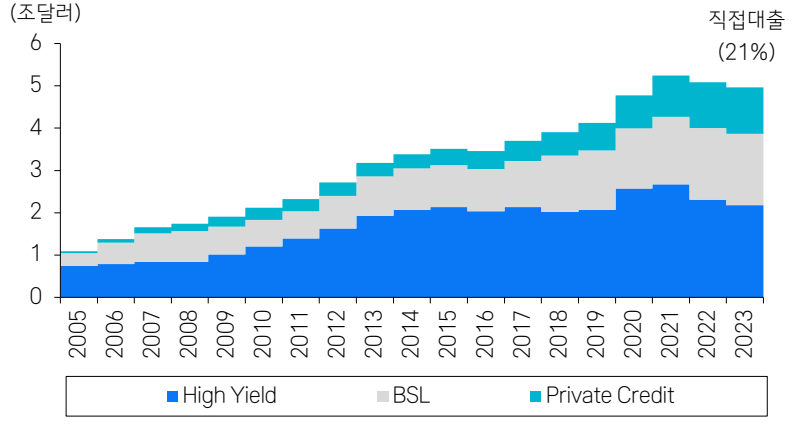
# 사모신용(Private credit) : 광의의 비은행 대출

- 하이일드론, BSL(레버리지론), 사모대출은 각 1.2~2.0조달러 규모
- **차주와 투자자 특성에 따라 대출 시장간 자금 이동**
- 투자자- 초저금리 시기, 초과 수익을 위해 사모대출로 이동
- 차주- 은행 중개 회피, 직접조달 선호(속도, 맞춤형, 확실성) 등으로 금리 하락기에도 직접대출을 선택하는 수요자 증가

**직접대출 트랜치**

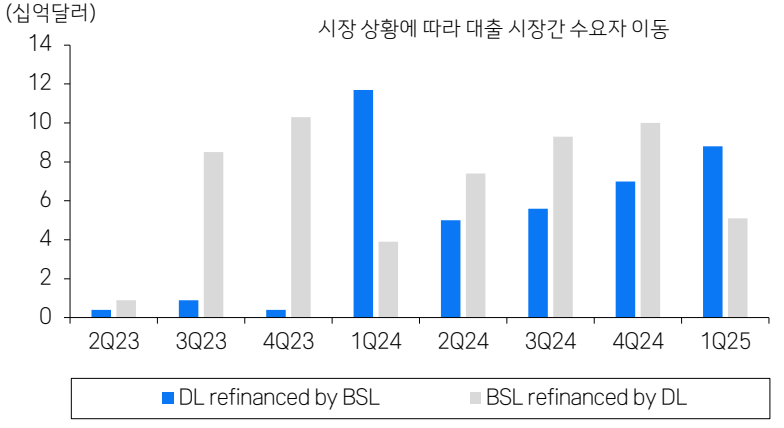
| 용어 | 설명 | 이자율 | 특징 | 리스크 |
|---|---|---|---|---|
| Senior direct lending program | 비상장 중견기업(mid-market)에 직접 대출 프로그램 | SOFR+ 400-600bp | 선순위 담보대출 중심으로 구조적 위험이 낮고 은행 대출 수익률보다 높아 BDC의 코어자산, 선취수수료(arrangement fee), Exit fee | 중 |
| First lien senior secured loan | 1순위 담보를 가진 대출, 차주의 자산에 가장 먼저 청구권을 가짐 | SOFR+ 400-600bp | 손실 가능성 낮고 금리 상승 시 변동금리 구조로 이자수익 증가 | 하 |
| Second lien senior secured loan | 2순위 담보를 가진 대출, 차주의 자산에 차순위 청구권을 가짐 | SOFR+ 700-1,000bp | PE가 스폰서인 바이아웃 금융에 종종 활용, 일부 BDC는 유니트랜치(1순위, 2순위 묶은 형태)로 운용 | 중상 |
| Senior Subordinated Loans | 담보가 없거나 제한적인 후순위 대출 | SOFR+ 900-1,500bp | BDC의 알파 수익 창출용이며 메자닌보다는 선순위 | 상 |

**비은행 대출잔액**




자료: Pitchbook, 삼성증권

**BSL과 직접대출간 리파이낸싱 추이**

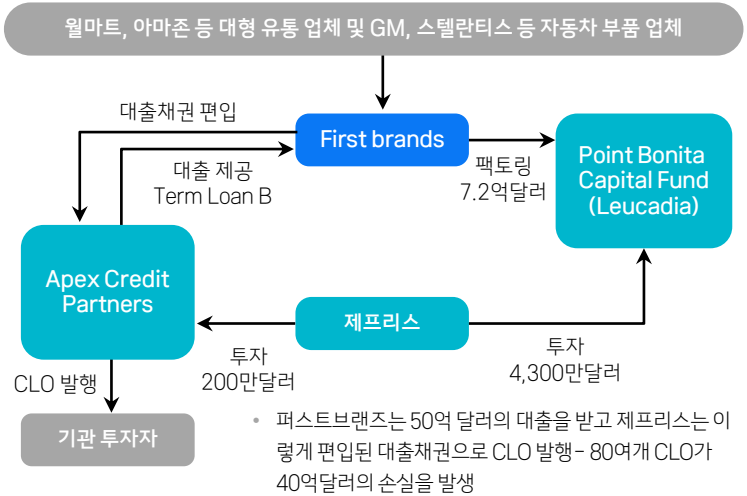



자료: Pitchbook, 삼성증권

# First brands: 중복 담보 의혹 제기 ①

- 9월, 자동차 부품업체 First Brands Group, Chapter 11 신청
- 관세 정책으로 산업 전반에 비용 증가와 신사업 개시로 차입 증가
- 역팩토링 및 SCF(Supply Chain Finance)등 복잡한 부외 금융, **일반적 레버리지론 또는 직접대출 구조와 다른 형태의 부외금융 부채 누적**
  - 이 금융을 주도한 대주는 투자은행인 Jefferies
- BSL은 CLO로 분산, BDC는 제한적 익스포저, 직접대출은 없었음
- 직접적 원인은 동일 매출채권을 여러 대출기관에 중복 담보로 제공했다는 것, BSL을 구성한 제프리스 등 투자은행의 리스크 관리 미비 지적

**제프리스의 딜 구조**



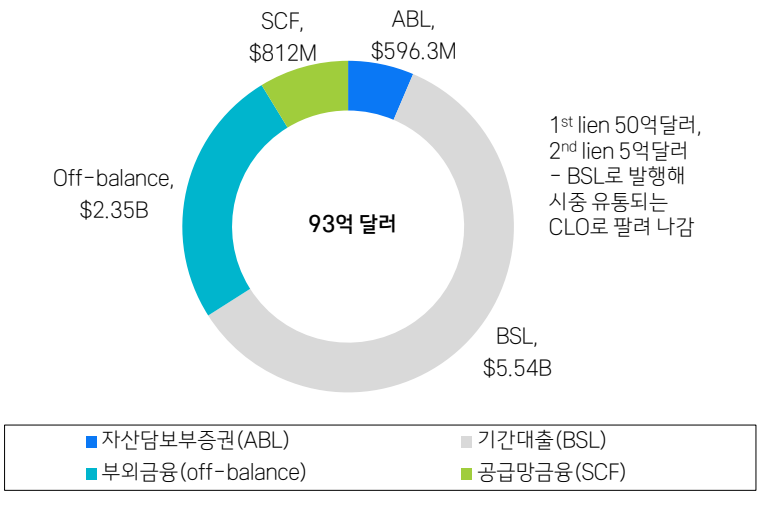

- 퍼스트브랜즈는 50억 달러의 대출을 받고 제프리스는 이렇게 편입된 대출채권으로 CLO 발행 - 80여개 CLO가 40억달러의 손실을 발생

참고: 제프리스산하 펀드를 통한 팩토링 방식으로 운영자금을 조달해 옴
UBS, 블랙록 등이 대출 어랜저, 일본 노린추킨 은행은 무역금융 제공 /자료: 언론 기사, 삼성증권

**First Brands 주요 대주**

| 주요 대출자 | 익스포저 | 내용 |
|---|---|---|
| Jefferies (Point Bonita Capital Fund) | 71억 달러 | 펀드를 통해 매출채권 팩토링에 투자 (해당 펀드 AUM 내 비중 25%) |
| Jefferies(Apex Credit) | 5억 달러 | Jefferies CLO 부문 (AUM 내 비중 1%) |
| UBS (O'Connor Fund) | 5억 달러 | 인보이스 파이낸싱을 통해 AUM의 30%, 지분 투자한 Raistone은 수익의 80% |
| Milennium Management | 1억 달러 | 헤지펀드,재고 관련 단기차입금에 노출 |
| Katsumi Global (Norinchukin Bank&Mitsui JV) | 18억 달러 (무역금융) | 미회수 매출채권 14.3억 달러 |
| Marathon Asset | 3억 달러 | 단일 기관으로는 최대 CLO 보유자 |
| Monroe Capital Income Plus | 1억 달러 | BDC 중 최대 노출(비상장 BDC) 1순위 채권 가치를 101.25%로 평가 |

**퍼스트 브랜즈 부채 구성- 대부분 BSL**




참고: 파산직전 공식 재무제표상 부채는 61억달러
자료: Reuters, 삼성증권

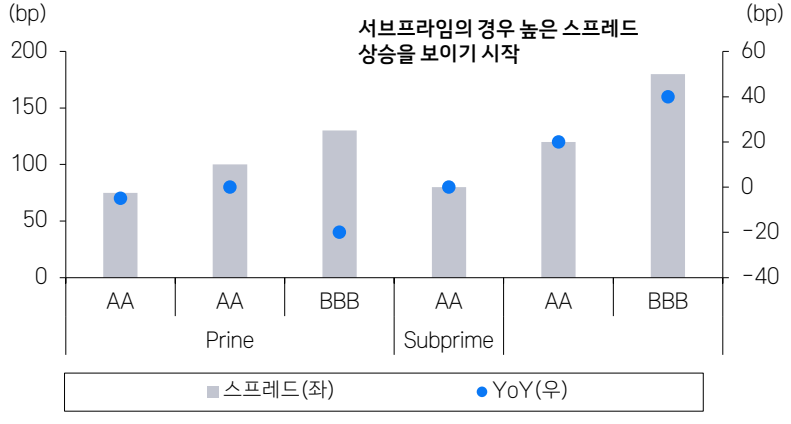
# Tricolor: 중복 담보 의혹 제기 ②

- Tricolor는 텍사스에서 히스패닉 서브프라임 대상 대출채권 풀을 형성해 자산유동화증권(ABS) 형태로 판매하는 오토금융 기업, 9월, Chapter 7 신청
- 이중 담보 의혹 – ABS 발행 과정에서 여러 은행에 중복 담보 제공 가능성
- ABS 주관사는 제이피모건, 바클레이즈, Fifth Third 등 대형 은행. ABS 투자자는 Pimco, AllianceBerstein, Blackrock 등, 투자자들은 3분기 손실 인식
- 고액 대출이 은행을 통한 ABS로 이뤄졌으며 BDC 또는 사모시장 노출은 없음
- 직접적 이유는 이중 담보(7만건 대출 중 2.9만건이 동일 차량 식별번호) 문제. 오토금융 특성상 은행들은 담보권(자동차) 행사를 통해 손실을 최소화 해야 하나 Tricolor는 중고차 매매 과정에서 담보가치를 높임

## Tricolor 주요 대주

| 주요 대출자 | 대손상각 손실 | 내용 |
|---|---|---|
| 제이피모건 체이스 | 1.7억 달러 | ABS |
| 바클레이즈 | 1.5억 달러 | ABS |
| Fifth Third | 1.7~2억 달러 | ABS |
| Triumph Financial | 2,300만 달러 | 차량담보대출 |

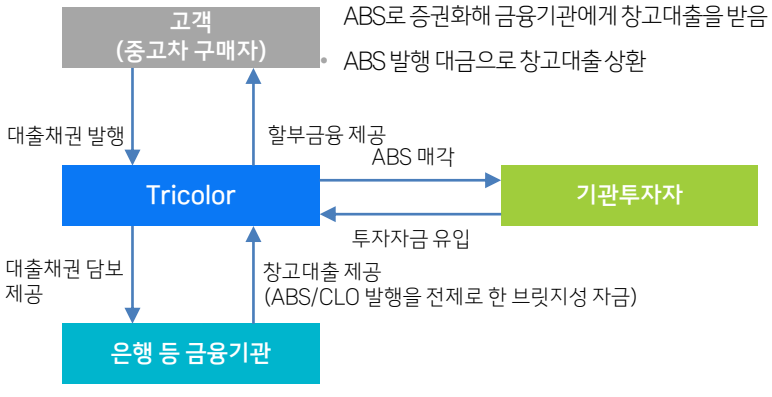
## 등급별 ABS 평균 스프레드(10월 말 기준)




자료: IMF, 삼성증권

## Tricolor의 ABS 발행 구조

- Tricolor, 고객에게 제공한 할부금융 대출채권 풀을 ABS로 증권화해 금융기관에게 창고대출을 받음
- ABS 발행 대금으로 창고대출 상환




자료: 삼성증권

# Cantor: 중복 담보 의혹 제기 ③

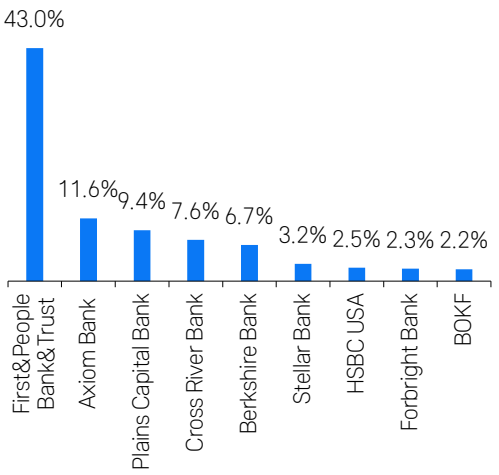
- 지역은행 Zions, Western Alliance가 허위 담보로 실행된 대출 손실 발표(부동산펀드 Cantor group 관련 대출) , Zions 계열사 CB&T는 Cantor 소송
- CB&T는 2016~2017년 Cantor Group II, IV에 6천만달러 투입, 이 펀드는 부실 주거용 및 상업용 모기지 매입용
- 부실 발생 시 선순위 담보가 설정되도록 하는 조건이지만 담보권 행사하는 시점에 CB&T는 담보자산이 타 대주에게 제공된 사실 발견, 자금 회수 실패
- Western Alliance Bancorp도 담보대출 사기소송 제, 지역 상업은행의 느슨한 대출 심사가 원인인 것으로 파악되며 사모대출과 무관
- 미국 은행권에서 NBFI에게 제공한 대출은 소수 중소은행에 집중
  - NBFI 대출은 지난 10년간 연평균 11%의 성장률을 보였으나 100억~2,500억 달러 자산 규모의 중소 은행들은 연평균 35%의 가파른 증가 속도

### Cantor 주요 대주

| 주요 대출자 | 익스포저 | 내용 |
|---|---|---|
| Western Alliance Bank | 1억 달러 | 상업용 부동산 대출, 담보 이전 (fraudulent transfer) 사기 |
| Zions Bancorp / CB&T | 6천만 달러 | 상업용 부동산 (CRE) 담보 대출로, 담보자산 중 일부가 중복 설정 의혹으로 소송 제기 |
| PacWest Bancorp (현 Banc of California) | 4천만 달러 | |
| Valley National Bank | 2,500만 달러 | |
| Origin Bank | 1,500만 달러 | |

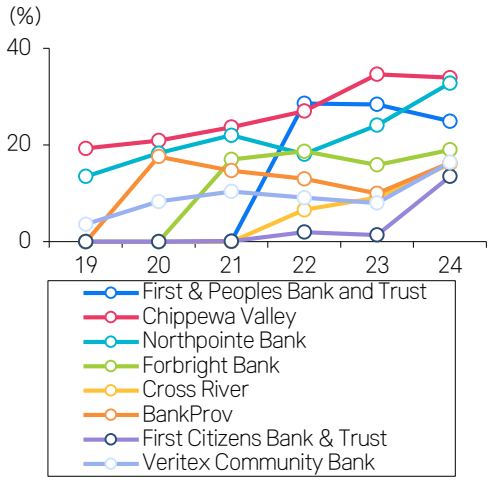
자료: 언론 기사, 삼성증권

### 미 중소은행 NBFI 대출 연체율




참고: 25년 3월 말 기준
자료: Fitch, S&P CapitalIQ, 삼성증권

### 미 중소은행 총자산 대비 NBFI 대출 비중 추이




참고: 2025년 3월말 기준; 총자산 1천억달러 미만 은행 대상
자료: Fitch, S&P CapitalIQ, 삼성증권

# 특징 ①: 투자은행 구조화 딜

- 3개 딜 모두 은행 주도의 고위험 딜. **중복 담보 설정이 공통점이며 자산 과대계상, 사기 등 개별 이슈로 사모신용 시장 전반을 대변한다고 보기 어려움**
- 그럼에도 타 NDFI(비예금 금융기관)의 대출도 유사 문제가 있을 수 있다는 경각심을 불러일으키는 계기
  - 은행은 대출 실행 시 담보를 설정하는 대신 NDFI 대출은 거래 상대방인 금융사가 은행에게 대출을 받아 다시 대출로 운용하는 구조이기 때문
- 대출 기준 완화 영향도 있음. 2024년부터 BSL시장은 경쟁 과열로 covenant-lite(차주에게 유리한 구조) 증가, 수익률 스프레드 축소
- 반면 직접대출은 펀드가 개별 기업에 직접대출하므로 강력한 covenant 설정, 엄격한 실사 진행, 차주 기업의 재무상태 악화 시 적극 개입
  - 이를 위해 대출 실행 이후 광범위한 실사와 지속적인 모니터링이 운용사 역량을 결정 짓는 key factor

### First brands와 Tricolor의 차주 특징

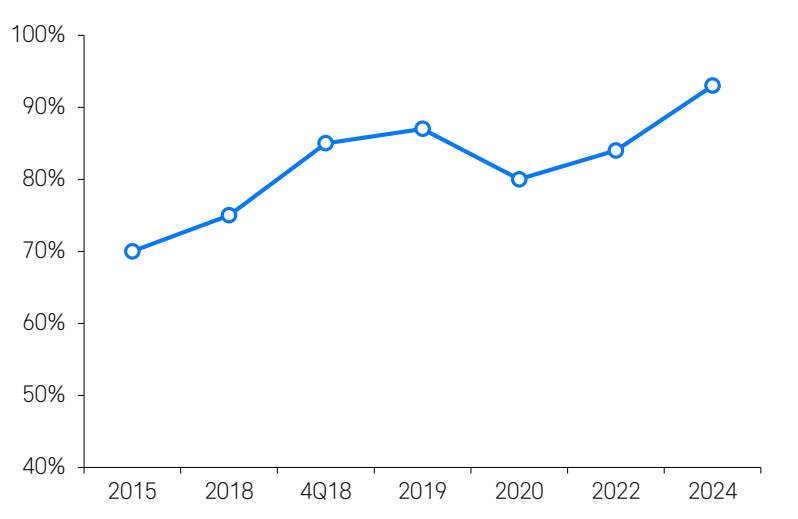
| Tricolor | First Brands |
|---|---|
| 서브프라임 자동차 대출 업체 | 자동차 애프터마켓 부품 사업 |
| 차주는 평균 신용점수 614로 낮음<br>운전면허 없이 차량 구입자금 대출 | 오프밸런스 시니어/하이일드 대출, 불투명한 구조로 인해 DoJ 조사 진행 예정 |
| 은행 창고대출 및 유동화로 자금조달 | 대규모 시중 대출을 통해 자금조달 |

### 직접대출과 BSL 운용 비교

| | 직접대출 | BSL |
|---|---|---|
| **대주 구성** | 단독 또는 소수 사모신용펀드<br>(Ares, 블랙스톤, 블루아울 등) | 다수의 은행 및 기관 참여 |
| **차주** | 비상장 중견기업<br>스폰서딜 PE포트폴리오 | 대형 LBO기업<br>상장사 |
| **거래 형태** | 비공개, 맞춤형 계약 | 공개시장, 표준화 |
| **Covenant 구조** | Full maintenance covenant | Covenant-lite |
| **모니터링** | 펀드매니저기 직접 관리<br>보고서 요구 | 시장에 따라 간접 감시 |
| **조기 개입형** | 강함 (Trigger 빠름) | 약함 (Cov-lite로 약화됨) |

자료: 삼성증권

### 미국 레버리지론 신규 발행에서 Covenant-lite 구조 비중

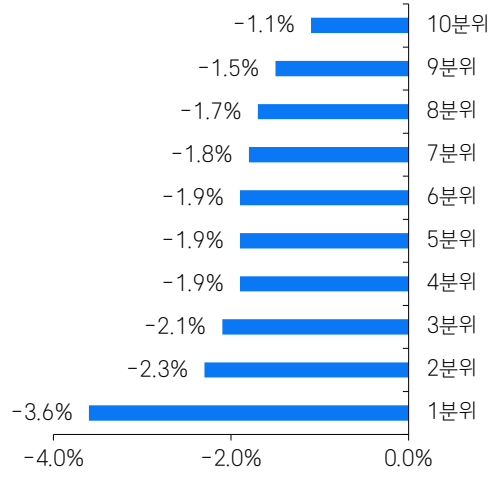



자료: Forbes, 삼성증권
참고: 레버리지론은 직접대출(비공개), BSL(CLO 유동화 등)을 모두 포함

# 특징 ②: 관세정책

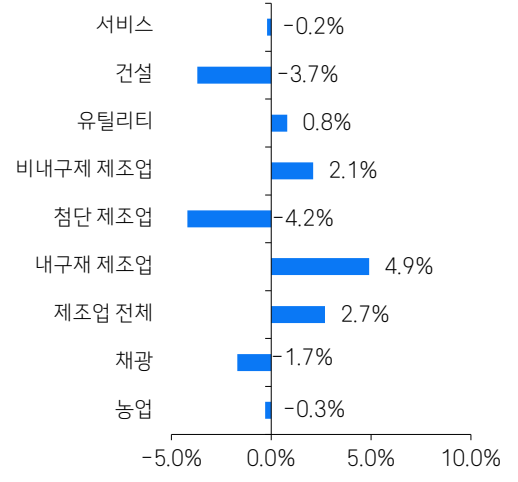
- 이번 부실 사례의 공통적 발생 원인은 **트럼프 행정부 들어 새로운 정책들이 이미 장기 고금리로 취약해진 서브프라임 차주에 충격**을 키웠다는 점
- 새로운 관세는 수출입 영향이 큰 제조업에 타격. 이미 자동차 산업은 전기차 확대로 사후 관리용 자동차 부품 시장의 취약성이 커지던 상황
  - 직접대출은 높은 자본지출, 경기 변동성, 원자재 리스크 등을 지닌 기업을 차주로 회피하는 경향. Ares는 2024년부터 Auto 섹터 투자 중단
- 관세 타격은 소득분위 낮은 가정에 큰 영향(Yale Budget Lab), 영세 기업 혹은 개인 차주의 대출 시장 영향은 한동안 클 것
- 관세는 제조업 중심 일부 섹터에는 큰 압박을 주지만 원자재 노출이 낮은 mid-market은 상대적으로 안전. 직접대출 시장에 기회가 될 수도
  - 사모대출은 2분기부터 딜소싱 환경 개선, 2026년에는 관세이슈로 지연된 M&A가 더욱 활발해질 전망

**관세의 소득분위별 가처분소득 감소 효과**




참고: 9월 말 기준
자료: GTAP, Yale Budget Lab, 삼성증권

**관세 도입 이후 산업별 미국 실질 GDP 변화**




참고: 9월 말 기준
자료: GTAP, Yale Budget Lab, 삼성증권

**소비자대출 연체율 추이**

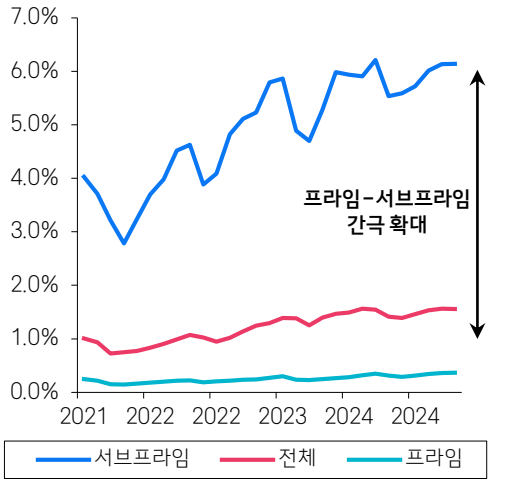
| | 2Q24 | 2Q25 | YoY(%) |
|---|---|---|---|
| 학자금 대출 | 0.80% | 12.88% | 12.08% |
| 신용카드 대출 | 7.18% | 6.93% | -0.25% |
| 자동차 대출 | 2.88% | 2.93% | 0.05% |
| 모기지 | 0.95% | 1.29% | 0.34% |
| 신용대출 | 0.51% | 1.15% | 0.64% |
| 주택담보 신용대출 | 0.51% | 1.15% | 0.64% |
| 기타 | 5.42% | 5.42% | 0.00% |
| 총계 | 1.59% | 2.91% | 1.32% |

참고: 연체일 90일 이상 기준 집계
자료: FRBNY, 삼성증권

# 특징 ③: 이민자 강경책

- 트럼프 행정부의 이민자 강경책은 고금리 후유증과 고용시장 악화로 **서브프라임/프라임간 격차 확대 유발**
- 일례로 60일 이상 연체된 서브프라임 자동차 대출 차주 비율은 6.56%(Fitch)로 1994년 집계 이후 최고
- 전통 금융에 접근성 낮은 이민자들이 주로 속한 산업 형태는 건설, 관광, 제조 등. 이민자 강경책이 지속되며 후행적으로 경기에 영향이 나타날 것
- 사모대출은 시장 혼란과 전통 은행 대출의 둔화로 호텔 및 접객 산업에서 영향력을 크게 확대 중 (2025년 4월 Hospitality Investor)
  - 그러나 장기적으로 트럼프 행정부의 이민정책은 경기 전반에 부정적 요소. GDP 성장 제한, 인플레이션 상승 등
- 새로운 이민 정책과 추방은 농업, 건설, 숙박 시장에서 긴축을 초래할 수 있음

### 미국 자동차 대출 연체율 추이



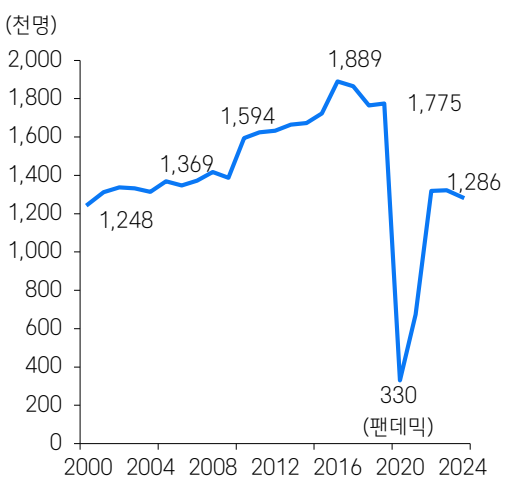

참고: 연체율 60일 이상 기준으로 집계
자료:Fitch Ratings ABS Indx, Equifax, 삼성증권

### 업종별 이민노동자 비중

| 주요 대출자 | 이민자 비율 | 내용 |
|---|---|---|
| 농업 | 약 44% | 2025년 10월 노동부는 불법 이민자 유입 중단이 식품 가격 안정성을 위협한다고 인정 |
| 건설 | 약 34% | AGCA는 텍사스·뉴저지·플로리다·뉴욕에서 건설노동자의 이민자 비중이 50%에 육박한다고 분석 |
| 호텔 및 숙박 | 약 30% | 로이터는 호텔 및 숙박이 기피업종이며 2024년 고용 800만명 중 3분의 1이 이민자였다고 분석 |
| 식품가공 | 약 21% | API 조사에 따르면 베이커리 및 육류 가공업에 한정할 경우 이민자 비중은 33~34% 수준 |
| 레스토랑 및 접객 | 약 22% | OFW에 따르면 셰프의 46%, 웨이터의 18%가 이민자이며 7월까지 4개월 간 약 14만명의 노동자 이탈 |

자료: 삼성증권

### 미국 순이민자 추이

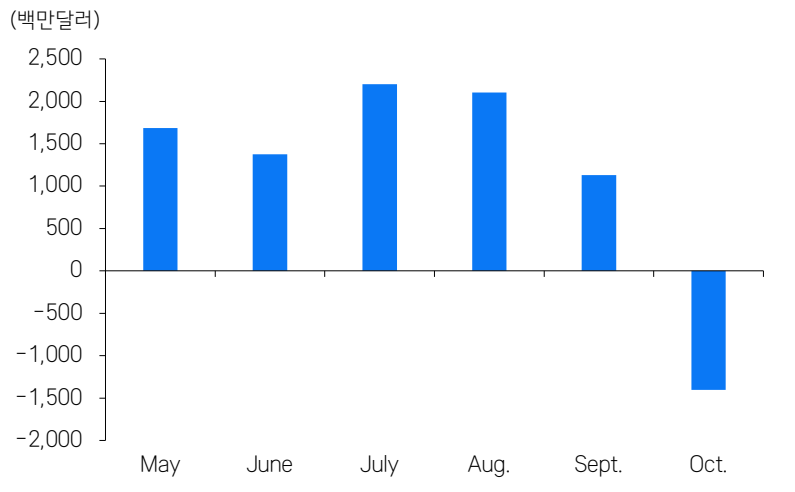



참고: 2020년은 코로나 특수, 이민자 수는 집계기관별 차이
자료: World Bank, 삼성증권

# 이벤트 이후: 단기 위축에서 회복 중

- 사모신용 자금 유출, CLO ETF 시장은 9월까지 152억 달러의 순유입(2024년 연간 167억달러)을 보였으나 10월에만 15억 달러 유출
- 10월 상장 BDC 평균 NAV 할인율은 20%까지 확대. 은행이 BDC에 신용 라인을 제공해 은행과 BDC 간 리스크 전이가 확대될 수 있다는 우려
- 그러나 2분기 사모신용 부도율은 1.76%로 1분기 2.42% 대비 개선. 과도했던 우려는 점차 완화되는 상황
- LP들은 사모신용 투자를 계획하고 있지만 보수적으로 전환, 이번 이벤트 때문이라기보다 2024년부터 경쟁 심화에 대한 수익률 압력으로 판단
- 사모신용은 기본적으로 낮은 신용도의 주체에 자금을 공급하므로 사모신용 시장이 확대되며 이같은 이벤트 발생 회수는 증가할 수 밖에 없음, 문제는 전이 여부. 3건의 크레딧 이벤트는 중복 담보 설정으로 비춰볼 때 사기 가능성 등 이례적인 개별 이슈일 가능성이 높음

### CLO ETF 자금 유출입




참고: 10월 데이터는 21일자 기준
자료: LSEG Lipper, 삼성증권

### 2025년 10월 말 기준 주요 상장 BDC NAV 할인율

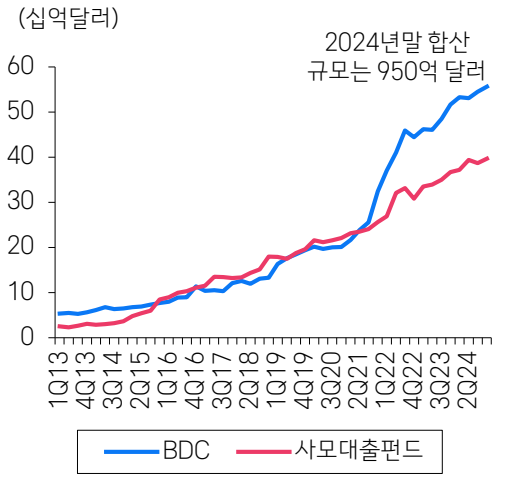
| BDC | 2Q25 주당 NAV | NAV 대비 할인율 |
|---|---|---|
| Prospect Capital | 6.56 | 56.86% |
| Blackrock TCP Capital | 8.71 | 33.52% |
| FS KKR | 21.93 | 31.05% |
| Carlyle Secured Lending | 16.43 | 25.38% |
| Goldman Sachs BDC | 13.02 | 23.96% |
| Oaktree Specialty Lending | 16.76 | 22.14% |
| New Mountain Finance | 12.21 | 21.87% |
| Barings BDC | 11.18 | 21.47% |
| Bain Capital Specialty Finance | 17.56 | 19.87% |
| MidCap Financial Investment | 14.75 | 19.66% |
| Blue Owl Capital | 15.03 | 14.37% |
| PennantPark Investment | 7.36 | 9.92% |
| Golub Capital BDC | 15 | 6.27% |
| Blackstone Secured Lending | 27.33 | 3.37% |
| Medallion Financial | 10.25 | 2.05% |
| SLR Investment | 14.64 | 1.02% |

자료: 9fin, 삼성증권

# 리스크 점검: 시스템 리스크 확산 가능성 낮음

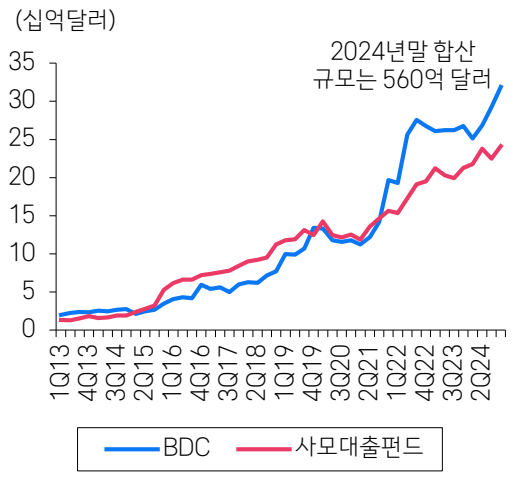
- 은행들이 사모대출 vehicle에 유동성 제공 경로가 확대되며 사모신용 리스크가 금융 시스템 전반으로 전이될 가능성 제기
- 은행이 사모대출 vehicle에 제공하는 대출은 타 NBFI 향 대출 대비 높은 인출율 (대출 실행액/약정액)이 리스크이나 낮은 부도율
- 사모대출은 통상 lock-up 구조로, 투자자가 환매 청구를 할 수 없으므로 대출 계약이 만기(7~10년)까지 유지되어 안정성
  → 은행 입장에서는 자금이 급격히 유출될 수 있다는 불확실성이 낮아지기 때문에 인출율이 높더라도 시스템 리스크 전이 가능성이 낮음
- 단, 차주가 미인출 금액을 대량 인출할 경우 신용 경색의 가능성. 동일 차주에 익스포저가 높을수록 위험하나 **지난 10년간은 분산도가 높아지는 추세**
- 은행의 자본 및 유동성 지표 관점에서 리스크는 제한적. 사모대출 vehicle이 현재 잔여 약정액을 전부 인출한다는 가정 시(360억달러), 은행의 CET1 자본비율은 13.02%에서 13%로 하락, LCR은 1%p 하락에 불과함

**사모대출 vehicle-은행 대출 한도 (약정액) 규모**




자료: Federal Reserve System, 삼성증권

**사모대출 vehicle- 은행 대출 한도 내 인출액 규모**




자료: Federal Reserve System, 삼성증권

**은행의 NBFI 향 대출 특성 비교**

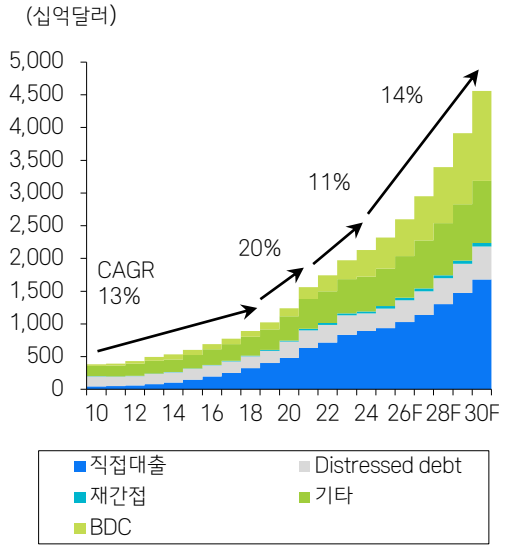
| 대상 | 약정액 (십억달러) | 인출율 (%) | 평균 금리 (%) | 부도율 (%) |
|---|---|---|---|---|
| BDC | 56 | 56.8 | 6.4 | 0.5 |
| 사모 대출 펀드 | 40 | 55.0 | 6.6 | 0.7 |
| 타 NBFI | 2,193 | 48.7 | 6.2 | 0.7 |

참고: 2024년 4분기 기준
자료: Federal Reserve System, 삼성증권

# 사모대출(Private debt fund): 성장의 궤적

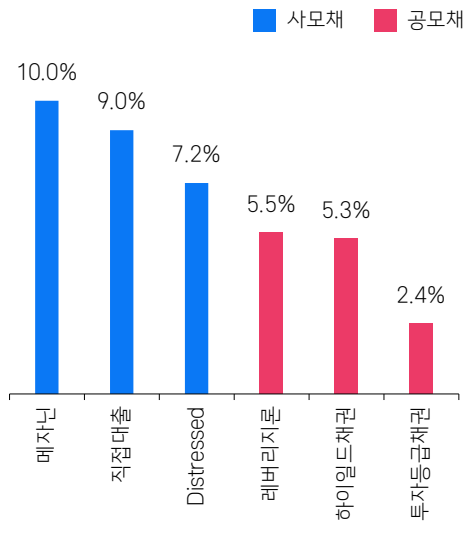
- 사모대체의 주요 전략인 사모대출은 금융위기 이후 성장, 초기에는 전통 은행에서 대출을 받지 못하는 차주의 역선택으로 여겨졌으나 대출의 다양화에 기여하는 주요 자금 조달원으로 부상
- 2025년 상반기 기준 글로벌 사모대출 시장 규모는 2조 달러. 2030년까지 5조 달러로 성장할 전망(연평균 14% 성장률)
- 사모대출 시장은 지난 10년간 하이일드 채권이나 레버리지론 등 타 채권 대비 **리스크 대비 높은 수익률을 보여 옴**
- 직접대출은 전체 사모대출 AUM의 42%를 차지하는 메인 전략

### 글로벌 사모대출 전략별 AUM



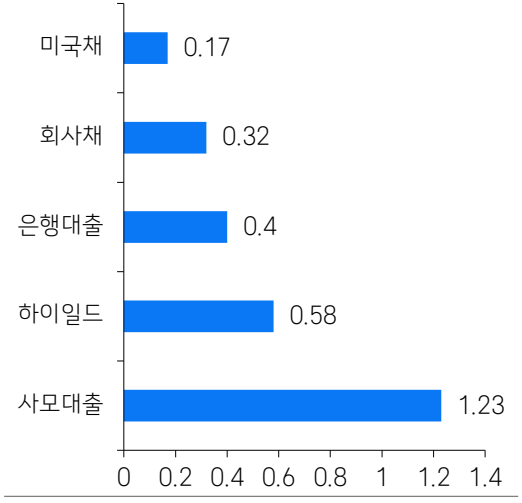

자료: Preqin, 삼성증권

### 채권별 연환산 수익률 비교




자료: Pitchbook, 삼성증권

### 채권별 샤프비율 비교

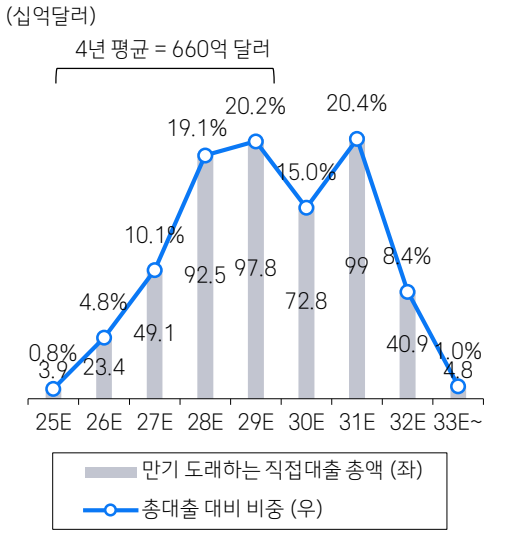



참고: Morningstar US High Yield Bond, US Corporate Bond, US Treasury Bond, LSTA Leveraged Loan; 수익률과 변동성(표준편차)은 1Q15에서 1Q25까지의 분기 데이터를 연환산한 수치
자료: Pitchbook, 삼성증권

# 직접대출: 북미 미들마켓 수요

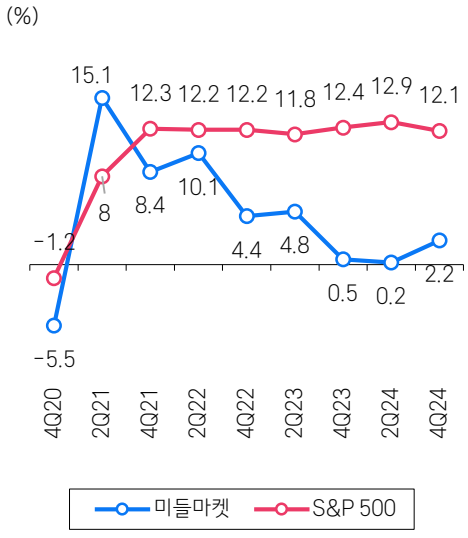
- 2026년 금리 하락 및 매크로 불확실성 해소에 따른 M&A/LBO 딜 시장 회복과 리파이낸싱 수요 확대로 미들마켓을 겨냥한 직접대출 증가 예상
- 향후 7년 이내 만기가 도래하는 미들마켓 대출은 4,750억 달러 (이중 50% 이상은 향후 4년내 만기 도래), 이에 따른 직접대출 수요 확대 예상
- 미들마켓의 사모대출 수요 지속 확대 – 미들마켓 시장 (EBITDA 5백만~1억 달러)은 미국 GDP의 44%를 차지할 정도로 거대한 수요처
- 미들마켓이 BSL 또는 하이일드 채권보다 직접대출을 선호하는 경향이 뚜렷해지고 있음. **불확실한 환경에서 신속하고 유연한 직접대출 선호도 증가**

## 만기가 도래하는 미국 미들마켓 대출



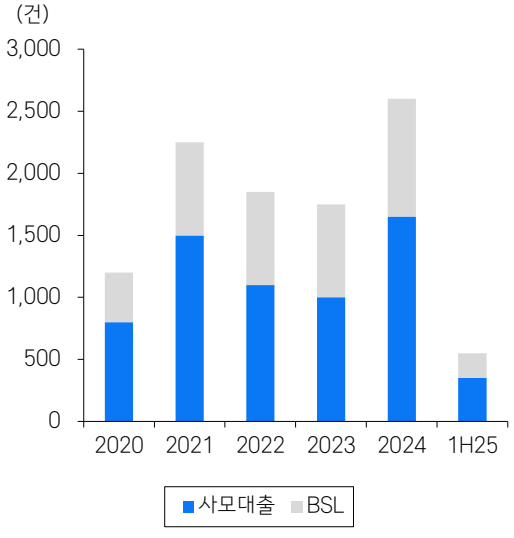

참고:2025년 6월 말 기준; 직접대출 펀드와 BDC에서 만기가 도래하는 대출의 총합 – 미들마켓 차주에게 제공된 대출 총액
자료: Pitchbook, 삼성증권

## 미들마켓 vs S&P 500 매출 성장률 비교




참고: 미들마켓은 연매출 1천만~10억달러 기업 대상
자료: National Center for the Middle Market, 삼성증권

## 북미 자금조달 거래건수 – 사모대출 수요 견조

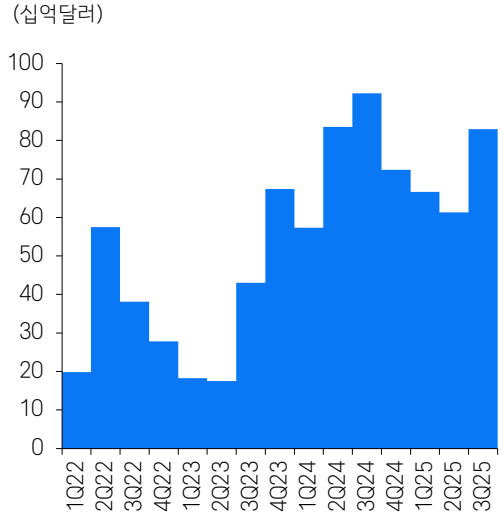



자료: Pitchbook, 삼성증권

# 자금조달 및 딜: 하반기 들어 개선

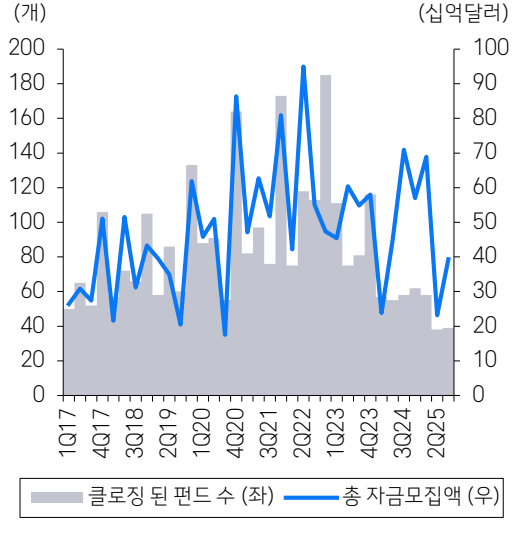
- 사모대출 펀드의 자금모집 및 딜은 스폰서딜 의존도가 높은 만큼 PE시장과 연관성이 높음. 2024년 하반기부터 정체된 이유
- 2025년 3분기 사모대출 신규 발행 규모는 2분기 대비 35% 증가하며 분기 기준으로는 역대 3번째로 높은 수치 기록, M&A/LBO 등 딜 시장 회복
- 대주 간 딜 소싱 경쟁이 심화되면서 상위 미들마켓과 미들마켓에서 BSL과의 금리 스프레드가 축소되는 추세
- 그러나 **일련의 크레딧 이벤트로 과도했던 스프레드 압력은 완화될 전망**, 이는 BSL과의 금리 경쟁에 지쳤던 직접대출에 긍정적

### 글로벌 사모대출 신규 발행 규모



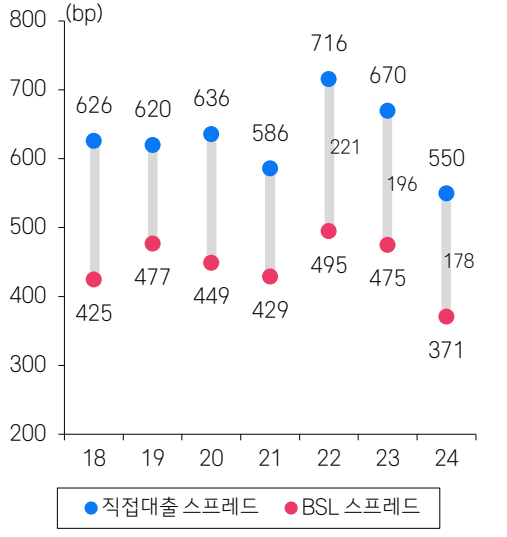

자료: Preqin, 삼성증권

### 글로벌 사모대출 자금조달 추이




자료: Preqin, 삼성증권

### 직접대출과 BSL 스프레드 비교

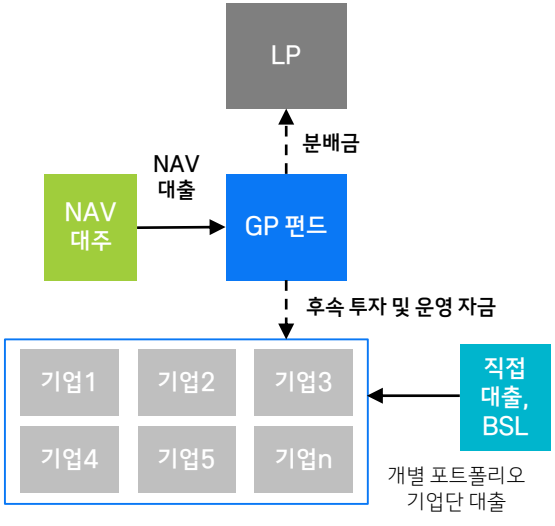



참고: 직접대출은 선순위, unitranche대출, BSL은 B- 신용등급 차주에게 제공된 대출
자료: LSEG

# 하이브리드 및 NAV 대출: 주주 희석 방지

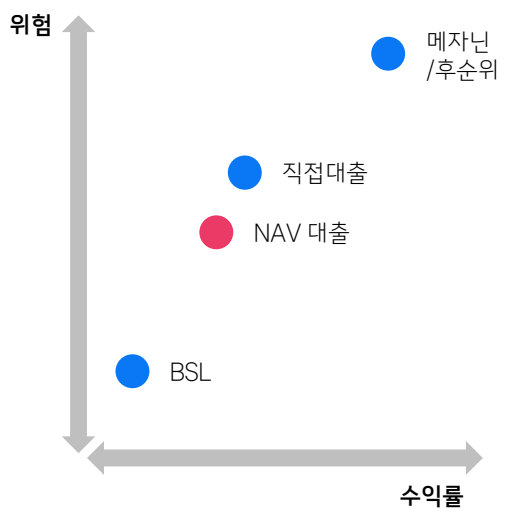
- 선순위 직접대출에서 후순위 대출, 하이브리드로 전략 확장. 컨티뉴에이션 펀드의 활용이 높아진 영향
  - 추가 자금이 필요한 경우 에쿼티를 추가 발행하면 희석이 발생하므로 부족분을 채우는 방식으로 사모대출 제공자가 후순위 대출 제공
- 딜 시장 악화 및 엑시트 지연에 따라 LP들이 TVPI보다 DPI를 중시하며 현금 회수가 빠른 메자닌 전략을 선호하기 시작
  - 메자닌은 고정 금리 (8~14%) 구조가 많아 실제 분배가능한 금액이 정기적으로 발생, 또한 만기 구조가 3~5년으로 비교적 짧음
- NAV 대출 활용도 증가. PE/부동산/인프라 등 펀드가 포트폴리오 NAV를 담보로 대출 실행, 자산 매각이 불필요하므로 세컨더리 단점 보완
- LP의 capital call 부담을 줄이고 펀드의 유연한 자금 운용을 가능하게 함. GP는 지분 희석 없이 후속 투자 (follow-on) 가능

## NAV 대출 구조 도식화




자료: 삼성증권

## 사모신용 전략별 risk-return




자료: 삼성증권

## 상위 메자닌 펀드

| 펀드명 | 운용사 | 목표 모집액 (십억달러) |
|---|---|---|
| ICG Europe IX | Intermediate Capital Group | 11 |
| Blackstone Capital Opportunities Fund V | Blackstone | 10 |
| HPS Strategic Investment Partners VI | HPS Investment Partners | 10 |
| Apollo Hybrid Value I II | Apollo Global Management | 6 |
| Crescent Credit Solutions IX | Crescent Capital Group | 5 |

자료: With Intelligence, 삼성증권

# ABF: 사모대출의 포트폴리오 분산

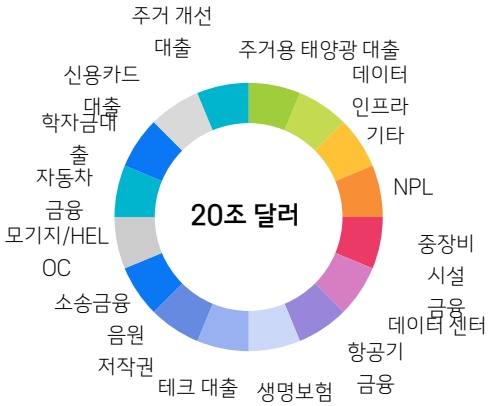
- 사모대출 시장의 메인은 직접대출이나 과도한 쏠림을 우려하며 LP들의 포트폴리오 분산 필요성 증가, **ABF는 타 자산군과 낮은 상관관계**
- 특수금융인 자산담보부 대출(Asset Based Finance)은 직접대출의 대안으로 자리잡기 시작. 2024년 7,856억 달러, 2029년 1.4조 달러 전망
- 6조달러 규모의 전체 ABF 시장에서 사모대출 기관이 제공하는 ABF의 점유율은 5% 미만으로 높은 성장 여력 보유
- 기초자산은 주택담보대출, 개인대출, 학자금 대출 등. 경기 둔화 우려로 개인의 신용 리스크가 커지고 있어, 사이클별 탄력적 차주 선택과 대응이 특징
- ABF의 net IRR은 10~12% 수준으로 직접대출 대비 위험조정수익률 측면에서 우수. 최근 블랙스톤은 ABF 플랫폼 출시, 은행과 파트너십 체결

## ABF vs 직접대출 비교

| ABF (자산담보부대출) | 구분 | Direct Lending (직접대출) |
|---|---|---|
| 다수의 차주로 구성된 loan pool | **차주** | 미들마켓 기업 |
| 담보자산 (대출 Pool, 저작권료 등) 현금흐름 | **대출 담보** | 기업 EV |
| 원리금 분할 상환 | **대출 상환구조** | 만기 일시상환 |
| 공모시장 대비 300~600bps | **스프레드 프리미엄** | 공모시장 대비 100~250bps |
| 주로 고정금리, 일부 변동금리 포함 | **금리 (수익률) 구조** | 변동금리 |
| 낮은 편 | **시장 상관관계** | 높은 편 |

자료: TPG, 삼성증권

## 미국 특수금융 시장 규모 및 종류




자료: Pimco

## 주요 자산군별 correlation

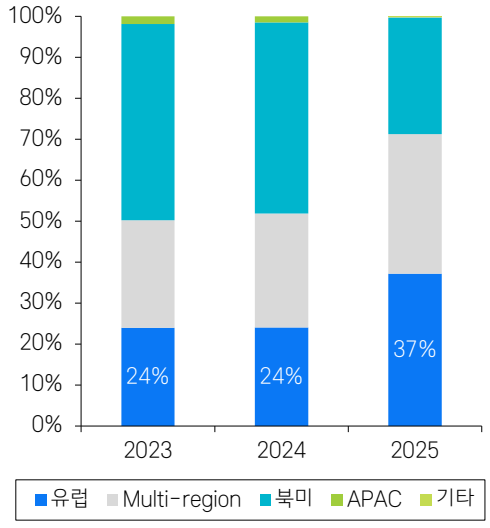
| | 사모대출 | 직접대출 | PE | 레버리지론 | 하이일드채권 | S&P 500 | ABF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **사모대출** | - | 0.71 | 0.68 | 0.48 | 0.42 | 0.67 | -0.14 |
| **직접대출** | 0.71 | - | 0.38 | 0.61 | 0.67 | 0.48 | 0.23 |
| **PE** | 0.68 | 0.38 | - | 0.13 | 0.29 | 0.65 | 0.10 |
| **레버리지론** | 0.48 | 0.61 | 0.13 | - | 0.90 | 0.63 | -0.03 |
| **하이일드채권** | 0.42 | 0.67 | 0.29 | 0.90 | - | 0.71 | 0.22 |
| **S&P 500** | 0.67 | 0.48 | 0.65 | 0.63 | 0.71 | - | -0.03 |
| **ABF** | -0.14 | 0.23 | 0.10 | 0.10 | 0.22 | -0.03 | - |

참고: 2010~2023년까지의 수익률 correlation; 23년 말 기준
자료 AB, Cliffwater, ICE Data Indices, Morningstar, Preqin

# 지역 확대: 유럽 사모대출 시장의 성장

- 유럽 사모대출 시장 규모는 2024년 3,200억달러에서 2025~2031년 연평균 9.8% 성장해 2031년 6,157억 달러 전망(Preqin)
- 2025년 상반기 유럽 사모대출 펀드의 자금모집 규모는 395억 달러로 전년대비 3배 증가
- 유럽이 글로벌 사모대출 자금모집 규모에서 차지하는 비중은 2024년까지 24%에서 2025년 상반기 37%로 확대
- **유럽의 우호적인 금리 환경과 독일 중심의 인프라 투자 확대** 영향으로 유럽 사모대출 시장에 대한 미국 LP들의 관심 증가
- 2025년 상반기 상위 10건의 펀드레이징 건 중 5개가 유럽 펀드였으며 Ares의 171억 규모의 대형 직접대출 펀드 (Ares Capital Europe VI) 포함

### 사모대출 자금조달 지역별 비중 – 유럽 확대




자료: With Intelligence, 삼성증권

### 2025년 상반기 상위 10개 사모대출 펀드

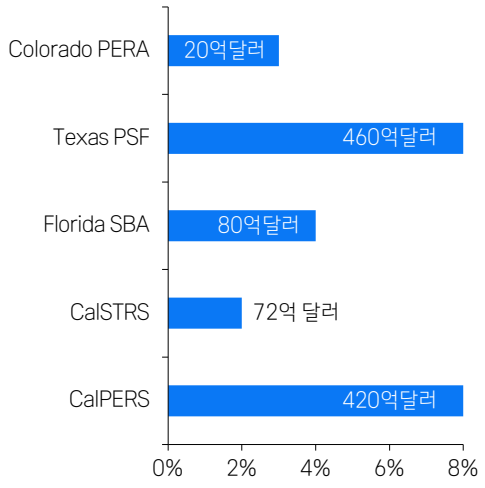
| 펀드 | 운용사 | 전략 | 지역 | 규모 (십억달러) |
|---|---|---|---|---|
| Ares Capital Europe VI | Ares Management | 직접대출 | 유럽 | 20 |
| Oaktree Opportunities Fund XII | Oaktree Capital | 오퍼튜니스틱 | Multi-region | 16 |
| Pemberton Mid-Market Debt Fund IV/Pemberton Senior Loan Fund II | Pemberton Asset Management | 직접대출 | 유럽 | 7.1 |
| Pantheon Senior Debt III | Pantheon | 세컨더리 | Multi-region | 5.2 |
| Apollo Accord+ II | Apollo Global Management | 오퍼튜니스틱 | 북미 | 4.8 |
| Aplinvest Strategic Portfolio Finance Fund II | Alpinvest | 특수금융 | Multi-region | 4.0 |
| Thoma Bravo Credit Fund III | Thoma Bravo | 직접대출 | 북미 | 3.6 |
| ICG Europe Mid-Market II | Intermediate Capital Group | 메자닌 | 유럽 | 3.5 |
| Capital Four Private Debt V | Capital Four | 직접대출 | 유럽 | 3.5 |
| Crescent European Specialty Lending III | Crescent Capital | 직접대출 | 유럽 | 3.5 |

자료: With Intelligence, 삼성증권

# LP: 사모대출 목표비중 상향 추세

- 미국의 주요 연기금은 사모대출 목표 비중을 늘리는 추세 – 2020년 이후 150개 이상의 미국 연기금이 목표 비중을 늘리거나 사모대출 출자 시작
- 국내 역시 공제회, 연기금 등 중위험 중수익을 추구하는 보수적인 운용 기조의 출자기관들은 사모신용펀드 출자 확대 중
- 아직까지 국내 크레딧 시장은 메자닌 전략 중심. 사모대출 전략의 다양화를 위한 국내 LP의 해외 BDC에 자금 집행 사례 증가

## 글로벌 주요 연기금 사모대출 목표비중



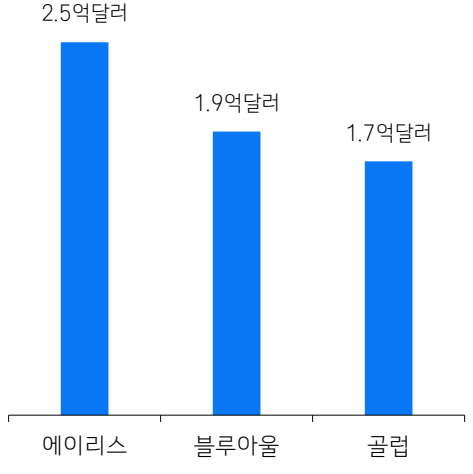

자료: WithIntelligence, 삼성증권

## 국내 LP 크레딧부문 출자 현황

| LP | 주요 내용 |
|---|---|
| 과학기술인공제회 | – 크레딧 부문에 1천억원 출자 계획 밝힘<br>– IMM크레딧솔루션, VIG크레딧 선정 |
| 국민연금 | – IMM크레딧솔루션, 글랜우드크레딧, 큐리어스파트너스 선정 |
| 새마을금고 | – IMM크레딧솔루션, 글랜우드크레딧, 큐리어스파트너스, 한국투자PE 선정 |
| 노란우산공제회 | – 도미누스인베스트먼트, 글랜우드크레딧 선정 |
| 행정공제회 | – 현재 총 포트폴리오의 1/3을 사모신용에 투자<br>– 2029년까지 33.5%로 확대 목표 |
| 우정사업본부 | – 2025년 들어 크레딧 전략 위탁운용사에 1.5천억원 출자 목표<br>– 스틱, IMM크레딧솔루션 선정 |

자료: 언론기사, 삼성증권

## 국내 기관투자자 해외 BDC 투자 현황




참고: 해당 수치는 2025년 모집금액
자료: 언론기사, 삼성증권

# 국내 사모대출: 메자닌 중심의 초기 시장

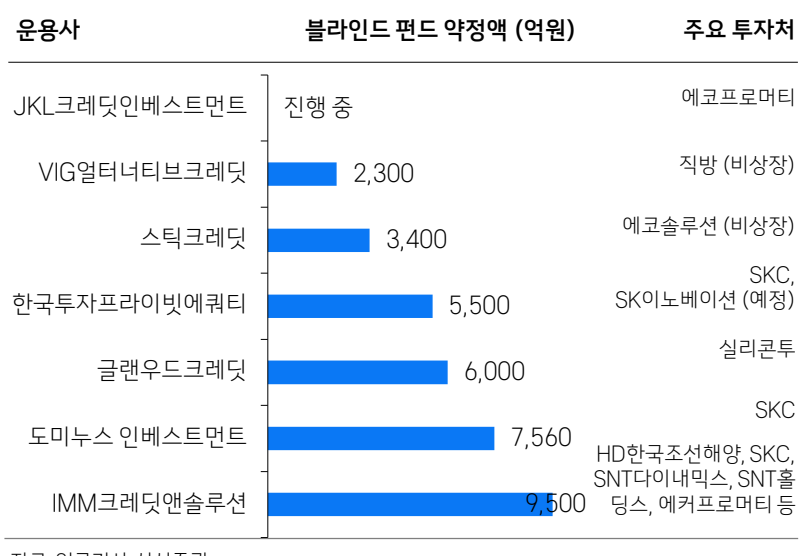
- 2021년 자본시장법 시행령 개정 후 PEF 운용사의 대출펀드 운용이 가능해지면서 크레딧 시장 본격 진출
- 국내 PEF 운용사는 투자 안정성을 확보하면서 추가 수익을 기대할 수 있는 메자닌 전략 – 주로 EB, CB, RCPS 등이 활용됨
- 2025년 8월 기준, 주요 사모신용펀드 운용사의 블라인드 펀드 규모는 3.5조원으로 예상
- 최근 2년 사이 국민연금 등 국내 주요 연기금과 공제회 등 LP가 사모 신용 전략에 출자 규모 확대, 주로 메자닌으로 투자됨

## 국내 주요 PEF의 PD 전략

| 사모신용 운용사 | 주요내용 |
|---|---|
| IMM크레딧 앤솔루션 (2020년 설립) | • 기업 시설투자, 지배구조 개편, 구조조정 등 스페셜시추에이션 투자 주력<br>• 25년 6월, 9,530억원 규모의 1호 블라인드펀드 최종 클로징<br>• 국민연금, 교직원공제회, 과학기술인공제회, 우정사업본부, 새마을금고중앙회 등 주요 LP 블라인드 및 크레딧 펀드 출자사업에 선정 |
| 글랜우드크레딧 (2021년 설립) | • 대기업 및 중견기업 대상 소수 지분 투자, 메자닌 투자, 직접대출 등 다양한 구조화 금융솔루션 제공<br>• 24년 말, 약 6천억원 규모의 업계 첫 블라인드 크레딧 펀드 '글랜우드 크레딧코리아제1호' 조성 마무리 |
| VIG 크레딧 (2021년 설립) | • 스페셜시추에이션을 포함한 오퍼튜니스틱 전략 주력<br>• 기업 및 부동산에 대한 대출부터 메자닌 투자 |
| 스틱크레딧 (2022년 설립) | • 메자닌 투자를 전체 투자 비중의 50%, 구조화 에쿼티는 20% 내외, 나머지는 대출 (기업대출, 구조화대출, 인수금융) 전략<br>• 25년 11월 기준, 1호 블라인드 펀드 조성 중이며 약 4,100억원 모집 완료된 상태<br>• 군인공제회, 산재보험기금, 농협중앙회, 건설근로자공제회, 복수의 증권사, 캐피탈사 출자 |

자료: 언론기사, 삼성증권

## 국내 PEF 메자닌 투자 내역



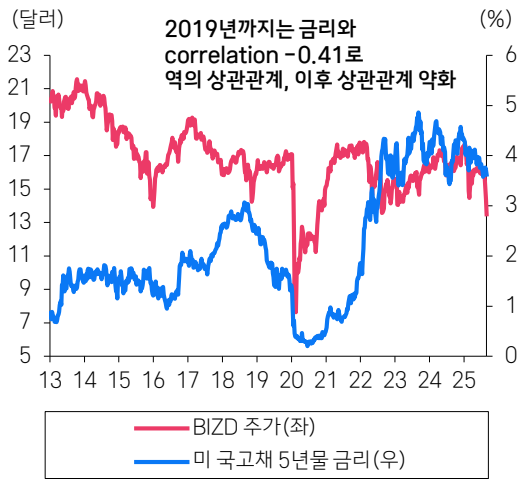

자료: 언론기사, 삼성증권

결론

# 전망: 금리 하락, 건전성과 성장성에 우호적

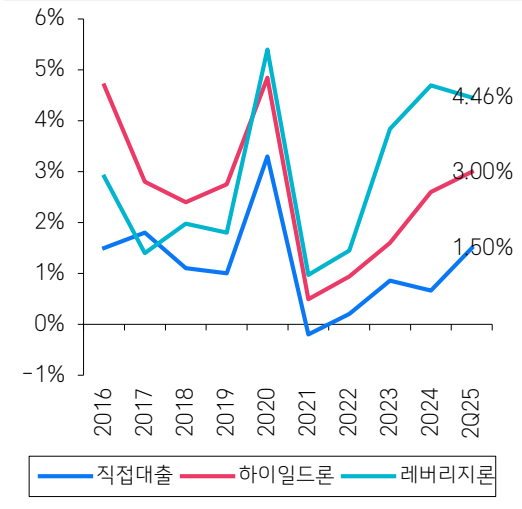
- 일반적으로 사모대출은 저금리가 고금리보다 유리. 금리 인하는 단기적으로 순이자수익(NII) 하락 요인이나 **차주의 부도율 하락, 신규 대출 수요 확대**
- 2023~2024년 상반기, 사모대출 업계 내 이자수익 급등과 차주 신용 리스크 현실화 전이라 사모대출은 고금리에 방어적으로 인식됨
- 금리 인하 초기인 현 시점은 NII 하락이 시작된 반면 장기 고금리, 관세정책 부정적 영향까지 가세해 후행적으로 차주의 신용리스크 상승 국면
- 고금리 후유증, 관세 정책 등으로 중견 기업의 펀더멘털 약화는 리스크이나 금리 인하로 차주의 부실 해소는 서서히 진행될 것
- 사모대출은 PE시장의 딜 거래와 밀접한 연관, 장기간 저조했던 PE시장은 최근 DPI 개선으로 딜 거래 재개 신호, 사모대출의 활성화 요인

**상장BDC ETF와 미 국고채 금리**



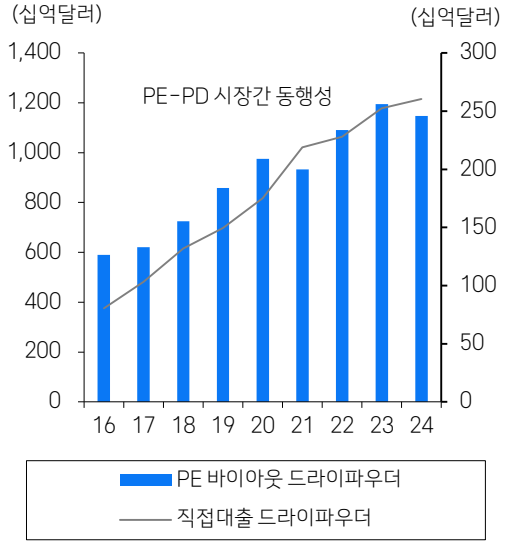

참고: 상장BDC ETF 주가는 VanEck BDC Income ETF(BIZD)
자료: Bloomberg, 삼성증권

**채권별 손실률**




자료: Pitchbook, 삼성증권

**글로벌 바이아웃 vs 직접대출 드라이파우더**




자료: Preqin, 삼성증권

PART
03

# 사모 인프라:
# 정책 리스크를 넘어서는 성장

# EXECUTIVE SUMMARY

| | |
|---|---|
| 사모 인프라 | • 인프라는 인플레이션 및 금리에 강한 방어력, 높은 진입장벽 기반에 안정적이고 예측 가능한 현금흐름의 속성을 지님<br>• 수요 동인은 인구 및 GDP 성장. 계약 기반, 규제 기반, GDP 연동형 자산군으로 구분. 규제 기반은 전력 및 수자원 등 전통 인프라로 코어자산<br>• AI 성장이 유발한 데이터센터 및 전력시설은 인프라의 고성장 요인. 코어플러스/밸류애드/오퍼튜니스틱형 자산으로 시장의 다양화에 기여 |
| 대출 전략 | • 인프라 대출채권의 부도율은 일반 기업채 대비 현저히 낮다는 특징, 장기 계약 기반이며 인플레이션 연동형 구조가 많기 때문<br>• 매각을 전제로 한 부동산과 달리 장기 운영 수입이 주요 수익원이기에 현금흐름이 중요. 따라서 에쿼티보다 후순위 사모대출 전략이 유리<br>• 인프라 사모대출의 금리 스프레드는 IG(투자적격) 채권대비 200bp 이상 높은 400~900bp에 형성. 리스크 대비 높은 리턴 |
| 데이터센터와 전력시설 | • 최근 투자 대상은 코어자산인 교통 및 유틸리티에서 데이터센터, 재생에너지 및 전력망으로 확대. AI 혁명과 에너지 전환이 장기 테마<br>• 하이퍼스케일 데이터센터의 장점은 10~20년의 장기 계약기간과 임차인인 빅테크의 높은 신용도<br>• 에너지 보안 필요성이 높아지며 재생에너지, 전력망, ESS에 투자 증가 예상. 그러나 미국은 IRA감축안으로 단기적으로 LNG에 투자 집중<br>• 규제기반 산업인 전력가스는 이례적인 수요 성장기. 상하수도는 기업간 혹은 자산간 M&A로 consolidation이 새로운 성장 스토리 |
| 유럽으로 다변화 | • 2025년 들어 미국의 정책 리스크가 나타나며 미국 재생에너지 펀드 투자는 급감하고 디지털 인프라에 집중되는 양극화 초래<br>• 인프라 펀드 시장은 유럽으로 지역적 다변화 시작. 정책이 일관적이고 단일시장 구조인 EU의 속성상 상대적으로 관세정책의 영향도 작음<br>• EU의 지원 프로그램으로 유럽 내 재생에너지는 프라이머리 딜 위주로 여전히 활발, 미국 대비 수익성은 낮으나 장기 안정성 추구 가능 |
| 결론 | ① 글로벌 인프라 시장은 관세정책과 IRA 감축안으로 프로젝트의 IRR 하락 리스크, 이를 상쇄할 수 있는 디지털 인프라로 집중 예상<br>② 인프라 투자 대상이 전통 인프라에서 데이터센터, 규제기반 산업 내 M&A 딜로 확대됨은 인프라 고유의 리스크 프로파일을 변화시키는 요인<br>③ 이에 따라 2026년 인프라 투자는 전략별, 지역별, 빈티지별 분산이 중요한 시기. 대출전략, 유럽 확대, 신 빈티지 배분 등<br>④ 리스크-리턴 구조별 다양한 투자자 유입, 투자대상의 뚜렷한 증가, 재정 부족에 따른 민간 인프라 시장 육성으로 성장 예상 |

자료: 삼성증권

# 사모 인프라: 다양한 리스크 프로파일

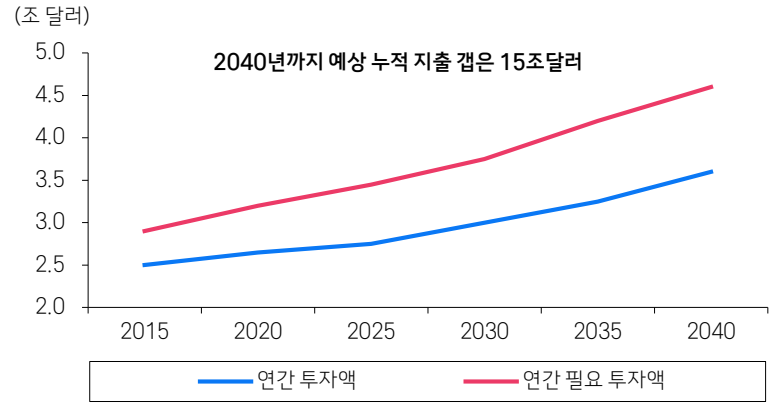
- 인프라는 인플레이션 및 금리에 강력한 방어력, 높은 진입장벽을 지녀 **안정적이고 예측 가능한 현금흐름**, 높은 운영 마진의 특징
- 수요 동인은 인구/GDP 성장. 2040년까지 글로벌 인프라 누적 수요 94조 달러, 15조 달러의 재원 부족으로 민간 의존도 상승. 자산 유형은 세가지
  1) 계약 기반: 정부 혹은 민간과 장기계약 하에 운영. 학교, 병원 등
  2) 규제 기반: 전력 및 상하수도 회사처럼 지역 독점적 성격. 진입장벽이 높고 정부에 의해 가격이 결정돼 필수 서비스로서 가격 안정성 유지
  3) GDP 연동형: 사용자 수요와 시장 가격을 통해 일부 시장 위험 노출, 유료도로/공항/항만 등
- 투자전략은 투자 대상의 리스크에 따라 구분
  1) 코어: 낮은 리스크 , 전력회사, 수도회사 등 독점적 위치에 있는 필수 자산 . 안정적 수익성과 정부 보증 사례가 많아 정책 혼돈기 견고한 투자 수요
  2) 코어플러스: 추가 리스크 노출. 개발을 포함한 재생에너지 및 전력생산 시설 등
  3) 밸류애드/오퍼튜니스틱: 가장 높은 리스크. 짧은 계약기간, 낮은 진입장벽. 예) 공항 내 제트연료 공급 서비스

**투자대상별 기대수익률과 포인트**

| 투자대상 | 섹터 | 주요 지역 | 기대 total return (%) | 기대 cash yield (%) |
|---|---|---|---|---|
| 규제 기반 | 전력 | 미국, 호주 | 7~9 | 2~4 |
| | 광섬유 | 유럽, 북미 | 9~11 | 0~2 |
| GDP 연동 | 항만 | 미국, 아시아, 라틴아메키라 | 9~11 | 4~6 |
| | 재생에너지 시설 | 북미 | 6~8 | 3~5 |
| | 공항 | 호주, 유럽 | 7~11 | 3~5 |

자료: 삼성증권

**글로벌 인프라 지출 갭(부족)**

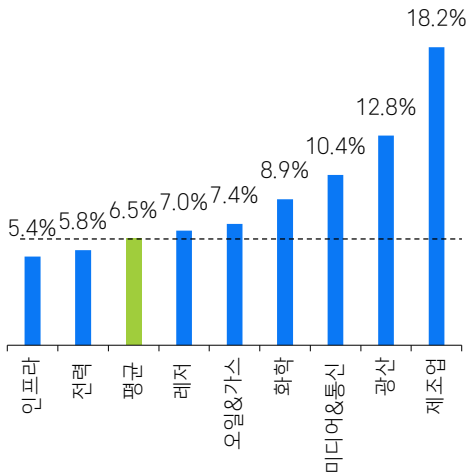



자료: Oxford Economics, Global Infrastructure Hub

# 사모 인프라: 낮은 부도율

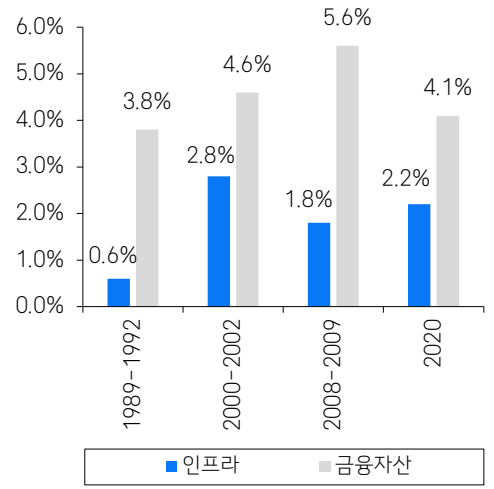
- 인프라 채권은 일반 기업채와 비교 시 현저히 낮은 부도율. **타 금융자산과 비교 시에도 역사적 위기 시 낮은 부도율**
- 인프라 채권은 장기 계약기반(통행료, PPA)구조가 많으며 부도 시에도 담보자산의 실물 가치로 손실 최소화(기업채 회수율 91% vs 인프라 채권 99%)
- 등급 변동 위험(Rating migration volatility) 역시 낮음, 2021년 기준 인프라채권은 동일 등급의 기업채 대비 신용등급 하락 리스크가 60% 낮음(무디스)
- 낮은 부도율에도 인프라채권은 동급 기업채 대비 60~130bp 높은 스프레드

### 누적 부도율 비교(1983~2019)



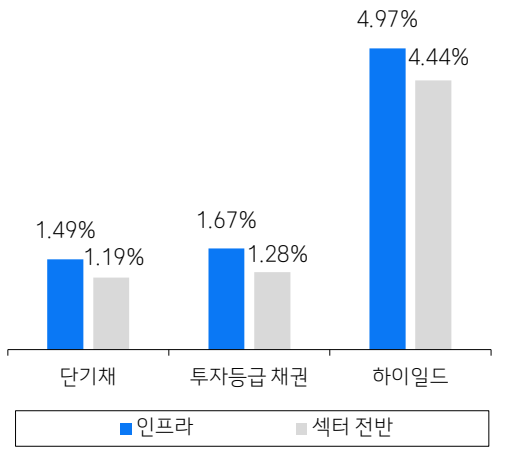

자료: Moody's (2021년) Default and Recovery rates for project finance bank loans

### 위기 시기별 금융 자산과 비교 시 부도율 비교




자료: Moody's (2023년) Default and Recovery rates for project finance bank loans

### 인프라채권과 peer 간 수익률 비교

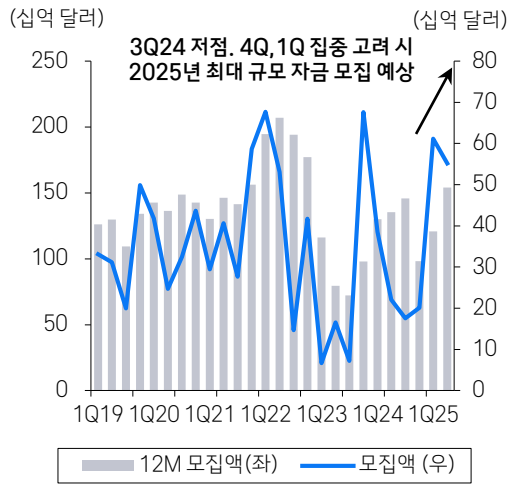



참고: 2024년 기준
자료: Brookfield, Bloomberg, 삼성증권

# 사모 인프라: 거래와 자금 모집 호조

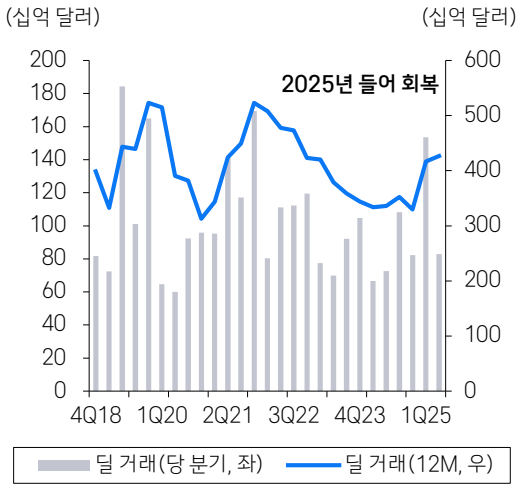
- 2015년 이후 글로벌 사모 인프라펀드의 AUM CAGR 19.7%로 대체자산 전체 AUM 성장률의 3배 속도를 보임
- 자금모집액은 2025년 1분기, 2년 만의 최대 기록 후 정체. 딜 거래는 2024년 회복, 2025년 가속화, 밸류에이션 안정과 데이터센터의 성장 영향
- GP(운용사)들은 DPI(분배금/투입 자본) 목표 달성 압력으로 타 대체자산 대비 현금흐름이 양호한 인프라에 딜 거래를 집중할 가능성이 높음
- 사모 인프라 AUM은 2024년 1.4조달러에서 2028년 1.7조달러로 증가 전망, 부동산을 제치고 가장 큰 실물 자산 클래스가 될 것
- 글로벌 주요 사모인프라 펀드는 배당수익률과 NAV 상승을 포함해 최종 IRR 목표치를 9~11%로 설정, 순수 그린필드(개발)은 12% 이상으로 파악

**글로벌 사모인프라펀드 자금모집액**



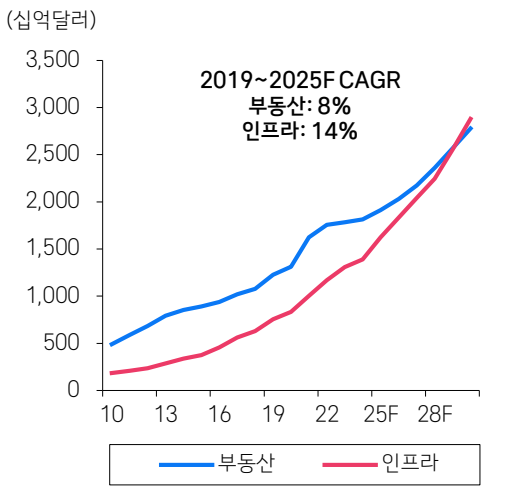

자료: Preqin, 삼성증권

**글로벌 사모인프라펀드 딜 거래액**




자료: Preqin, 삼성증권

**글로벌 부동산과 인프라 펀드 AUM**

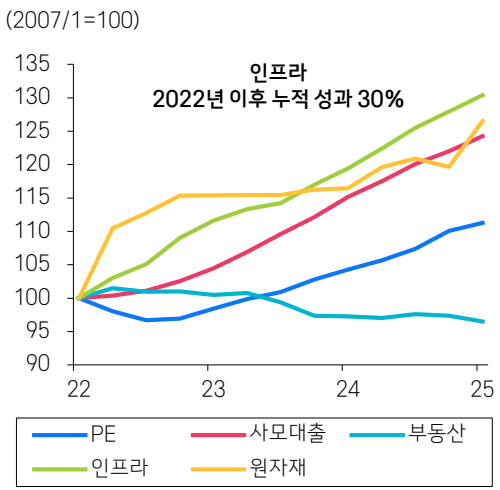



자료: Preqin, 삼성증권

# 사모 인프라: 낮은 변동성

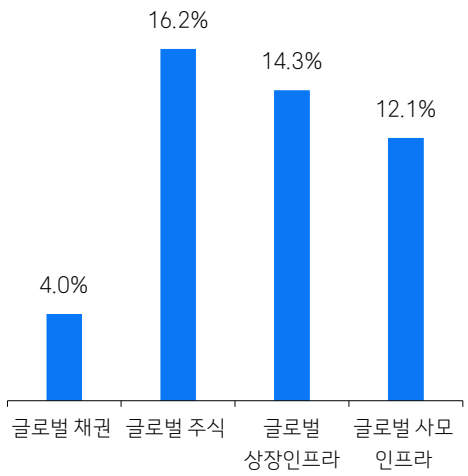
- 2014년부터 투자자들은 포트폴리오의 변동성 축소를 위해 사모 비중을 확대해 옴, 사모시장의 접근성 개선으로 개인 투자자도 사모인프라에 참여 증가
- 사모 인프라는 비유동성, 복잡한 금융구조의로 높은 요구수익률을 보이며 전통자산과 낮은 상관관계. 장기적이고 일관적인 현금 창출능력이 특징
- 그 결과 매크로 변동성이 컸던 2022년 이후부터 사모인프라는 대체자산 중 가장 우수한 성과를 기록, 관세정책 등 정책 혼돈 속에서도 견조한 성과 예상
- 캐나다 연기금 및 기관(CPPIB, OMERS, CDPQ, OTPP, PSP 등)은 사모인프라를 전략적 자산배분(SAA)의 핵심 축으로 공식화
  - CPPIB의 공식 전략 포트폴리오에서 인프라를 비롯 실물자산 비중 26%로 상향, 이는 주식/채권과 유사한 비중
  - OEMRS의 포트폴리오에서 인프라 비중은 22%로 단일 자산군 중 최대, 사모 인프라가 전체 성과에 최대 기여를 하고 있다고 밝힘

**사모 인프라와 타 사모 대체와 성과 비교**



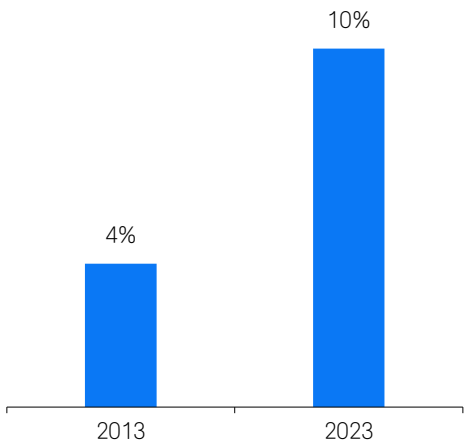

참고: Total return 기준
자료: Preqin, 삼성증권

**사모 인프라와 타 자산의 변동성 비교**




참고: 분기 수치 기준, 2006년 12월부터 2024년 12월 기준
자료: RBC GAM, Bloomberg

**캐나다 확정급여형(DB) 연금의 인프라 배분 비율**

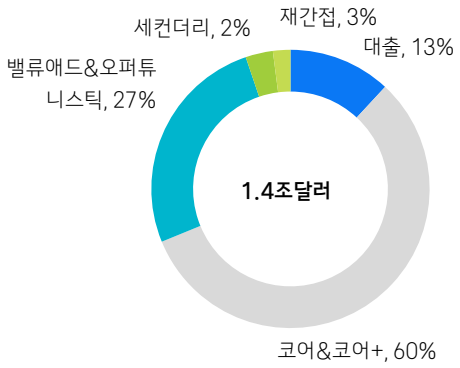



자료: RBC GAM, Coalition Greenwich

# 대출전략: 후순위 대출로 알파 추구

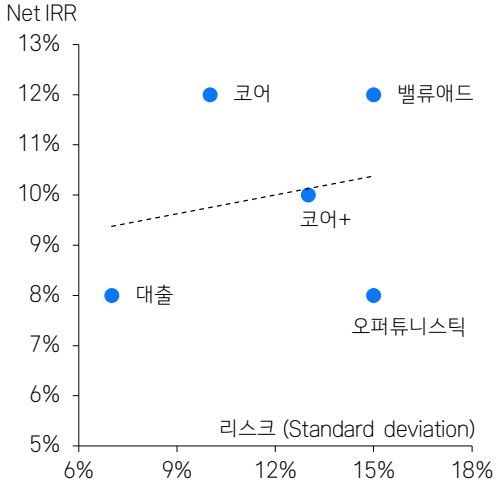
- 인프라 투자전략으로 에쿼티와 대출이 있으며 에쿼티는 코어/코어+자산에서, 최근 자금조달은 오퍼튜니스틱에서 강세. AUM에서 대출 전략은 13% 차지
- 인프라 대출은 성장 초입기. 빠르게 성장하는 하위 전략. 24년 미국의 IG(투자등급) 채권 발행액 1,500억 달러 중 인프라는 24% 비중으로 역대 최대
- 인프라 대출은 안정적이지만 기업채 대비 높은 수익률 프리미엄. 인프라 사모대출은 단순 채권 구조인 일반 기업채와 달리 하이브리드 구조를 포함
  - IG 채권의 SOFR 대비 스프레드는 200~250bp, BB등급 300~350bp, 이하 등급 400~650bp. 인프라 대출은 동급 대비 60~130bp 프리미엄
  - 인프라대출의 평균 듀레이션은 4.9~5.8년, 그린필드(개발)은 더욱 높은 스프레드 요구
- 리파이낸싱 및 재자본화 수요 증가로 인프라 대출잔액은 5,660억 달러. 은행 대출과 사모대출 간 비율은 85:15(2023년 대비 사모대출 비중 5%p ↑)

**글로벌 사모 인프라펀드의 AUM 전략별 구분**



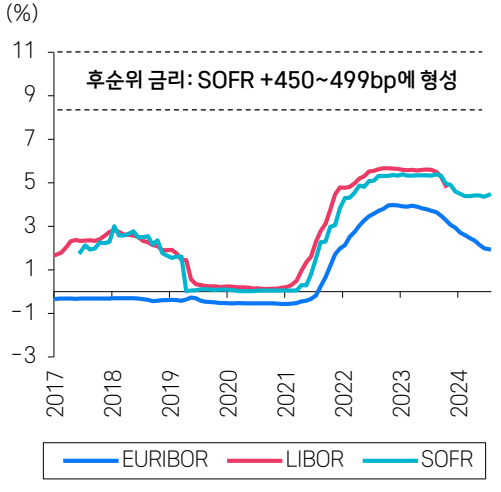

참고: 2025년 3분기 말 기준
자료: Preqin, 삼성증권

**인프라 하위 전략별 risk-return profile**




참고: 2010~2020년 빈티지 펀드 대상
자료: Preqin, 삼성증권

**인프라 사모대출 이자율- SOFR와 연동**




참고: SOFR-Secured overnight financing rate, RP 실거래 금리를 기반으로 매 영업일 산출하는 금리
자료: Bloomberg, 삼성증권

# 대출전략: 수익률 하락 압력

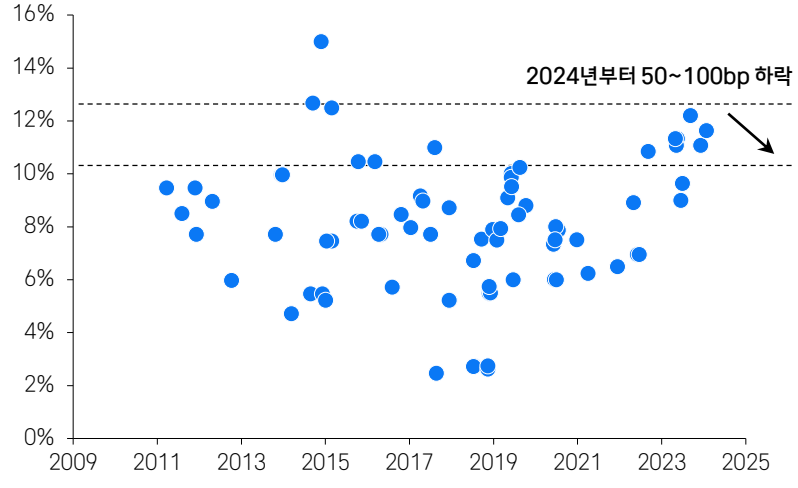
- 인프라 사모대출은 기초자산의 안정적 속성으로 후순위 대출 전략 위주. 수익률 극대화를 위한 금융 구조화가 중요
- 선순위 대출 수익률: 4~5%(SOFR 대비 100bp 내외 스프레드)로 낮은 변동성. 회수율과 현금흐름이 견조함
- 후순위/메자닌/Holdco 대출: 목표 수익률 6~10%, 구조의 유연성으로 알파 추구. 사모대출 전략으로 펀드 내 후순위대출 비중 90% 내외로 구성
- 2024년부터 기준금리 하락과 스프레드 및 OID 축소, 딜 경쟁(은행 및 보험사)으로 수익률 하락. 대형 딜의 수익률은 SOFR +450~499bp로 파악
- 그 결과 2023년까지 인프라 사모 대출은 기업채 대비 150~200bp의 프리미엄을 보였으나 2024년 하반기부터 80~100bp로 축소

**인프라 사모대출 – 후순위채 위주**

| 구분 | 선순위 채권 | 후순위 채권 | 에쿼티 |
|---|---|---|---|
| Gross IRR | 연 3~5% | 연 8~11% | 연 10~12% |
| 수익 원천 | Cash yield에 집중 | Cash yield에 집중 | 일반적으로 cash yield와 가치 상승간 1:1 추구 |
| 수익 구조 | 예상 가능하고 안정적 이자현금흐름 | 예상 가능하고 안정적 이자 현금흐름 | 주기적 현금흐름과 가치 상승 |
| 순위 및 안전장치 | 가장 안정적이며 call protection, 조기 상환 수수료 등 안전장치 | 선순위보다 낮으나 에쿼티 대비 선순위, call protection, 조기상환 수수료 안전장치 | 채권보다 후순위 |
| LTV | 0~60% | 60~80% | 80~100% |
| 정책 리스크 | 보통 | 보통 | 보통 이상 |
| 경영참여 기회 | 제한적 | 제한적 | 높음 |

자료: 삼성증권

**인프라 사모 대출 펀드에서 대출 실행 금리 사례**

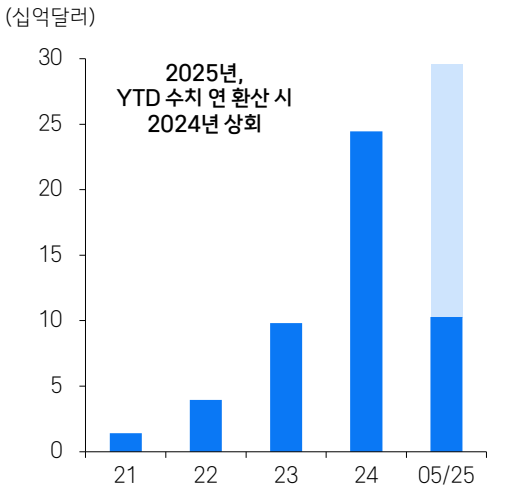



참고: 주요 인프라사모 대출 펀드 사례를 기준으로 작성
예) 북미 기반 브룩필드 펀드의 일부 자산은 2024년 말 6.8%→2025년 8월 5.6%
자료: 삼성증권

# ① 데이터센터: 미국 인프라펀드의 주류

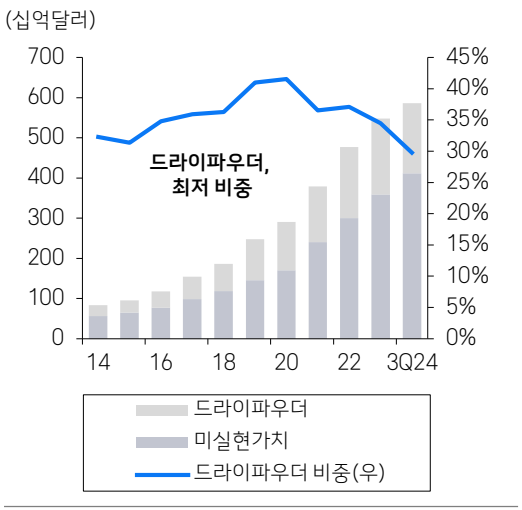
- 투자대상은 코어 자산인 전통자산(교통, 유틸리티)에서 디지털 인프라, 에너지 전환 프로젝트로 확대, 인프라 시장이 급격히 성장한 이유
- 테마는① AI, ②에너지 전환, ③도시화로 다양한 투자 기회를 제공. 데이터센터는 2024년 글로벌 인프라 거래액의 16%를 차지하는 최대 단일자산
- 2030년까지 글로벌 데이터센터 수요 성장률은 연평균 20%, 1.5조달러의 투자 예상. 미국은 글로벌 용량의 40%를 차지하는 최대 시장으로 북미 집중 운용사는 데이터센터 위주의 초대형 펀드를 클로징하는 호황(Northleaf capital: 상반기 목표액 22.5억 달러 초과, 맥쿼리 북미 인프라펀드 'MIP VI', 68억 달러 모집)
- 하이퍼스케일 데이터센터는 긴 계약기간(15~20년), 막대한 초기 capex로 높은 진입장벽, 빅테크가 임차인으로 높은 신용도
- 리스크는 높은 임차인 집중도(글로벌 CSP), 과중한 투자 및 운영 비용, 빠른 기술 혁신으로 인한 잦은 capex 부담

**글로벌 데이터센터 거래 시장**



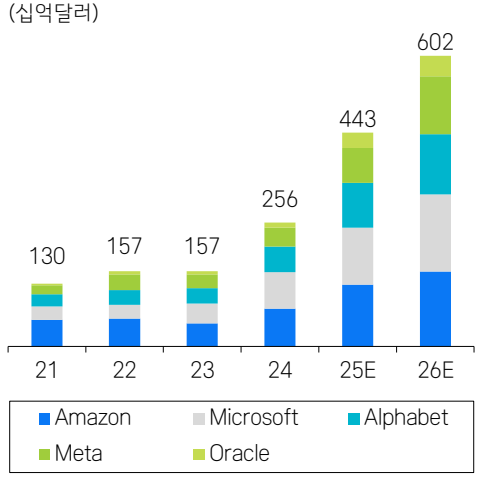

자료: Preqin, 삼성증권

**글로벌 텔레콤 섹터 사모펀드 AUM**




참고: 데이터센터가 텔레콤 섹터의 주요 자산이며 해외 대체투자에서 데이터센터는 인프라펀드에 77%, 부동산펀드에 23% 취급
자료: Preqin, 삼성증권

**주요 CSP의 데이터센터 투자 현황**

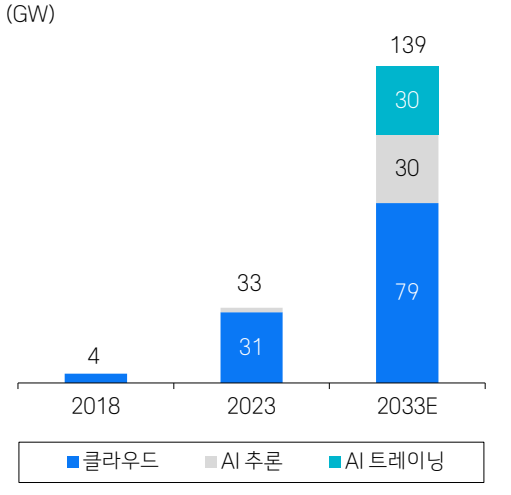



자료: 각 사, 삼성증권

# ① 데이터센터: 건설 사이클

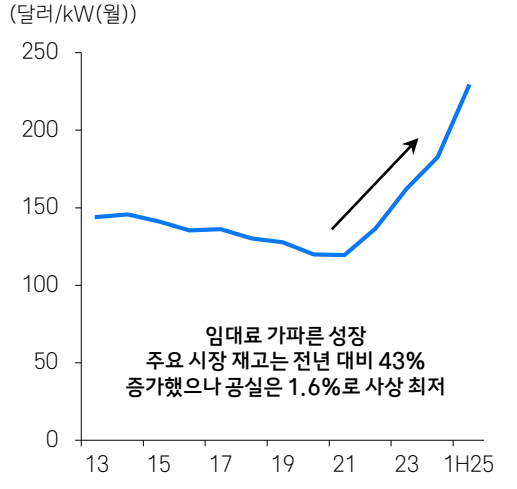
- 범용 코로케이션보다 AI워크로드 수용 설계가 늘며 하이퍼스케일러가 주도하는 대규모 건설 사이클 촉발
- 데이터센터 건설시장은 하이퍼스케일러(4대 CSP)가 선도, 이들의 2024년 capex는 2,244억 달러로 전년대비 58%, 2025년은 31% 증가 전망
- 2025년 1분기 기준 하이퍼스케일은 글로벌 용량의 44%를 차지, 하이퍼스케일의 50%는 자체 구축해 소유하는 데이터센터이며 50%는 임대형 – 2029년까지 1.2조달러의 글로벌 데이터센터 capex 예상,(연평균 21%의 성장률) 절반은 하이퍼스케일러가 차지(Dell'Oro Group)
- 역대 최대의 데이터센터가 건설 중이나 글로벌 공실률은 6% 미만. 최대 시장인 미국은 10년 만의 공실 최저, 2022년부터 가파른 임대료 성장률
- 그러나 전력 부족과 핵심 자재(냉각기, 변압기 등) 부족으로 건설 리드타임 증가세. 부품 사전 비축이 확산되고 시공속도 경쟁 심화

**글로벌 하이퍼스케일 데이터센터 용량**



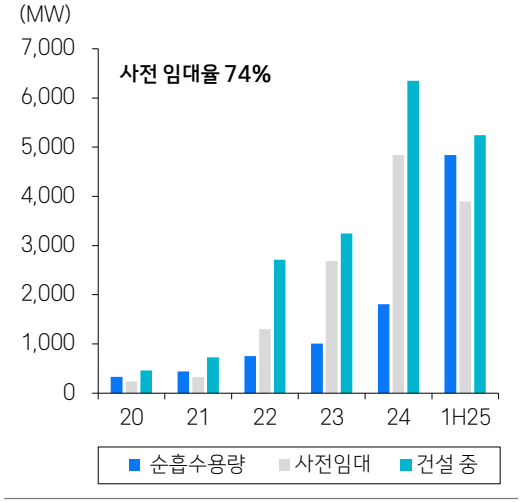

자료: Brookfield, 2025년 9월 기준

**미국 주요 시장의 데이터센터 임대료 인상률**




자료: CBRE

**미국 주요 시장의 건설 물량과 사전 임대율**

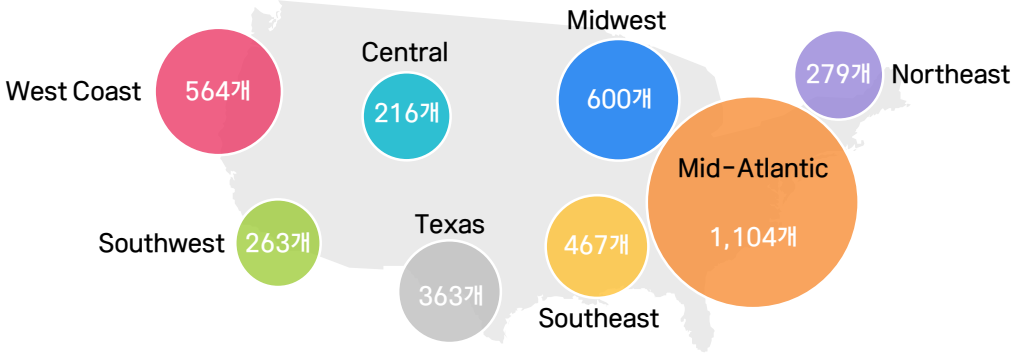



자료: CBRE

# ② 에너지 전환: 10년간 이어질 투자 테마

- 향후 10년간 매년 일본의 연간 전력 수요에 맞먹는 수요가 추가될 것. IEA는 2035년까지 글로벌 전력 수요 전망치를 2024년 전망 대비 6% 상향
- 2024년 에너지 및 전력 중심으로 전세계 1.16조달러의 민간 인프라 딜이 이뤄진 활황. 대형 에너지 기업과 PEF간 합병 및 전략적 합작 투자 증가
- 데이터센터로 현재 대비 2~4배의 전력 사용량 확대. 이로 인해 재생에너지와 전력 시설은 글로벌 인프라 시장의 25%를 차지하는 주류로 자리매김
  - 수요자인 CSP들은 장기적으로 에너지 공급원의 다양성을 고려한 전력 공급을 선호, 재생에너지뿐 아니라 LNG와 원전으로 다변화 노력
  - 과거 미국의 데이터센터 시장은 북버지니아 등 전통적 도시 위주로 형성되었으나 이제 전력을 찾아 데이터센터 입지가 재배치되는 추세

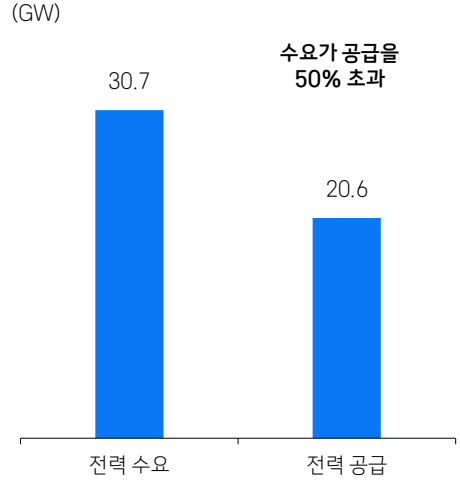
**미국의 데이터센터 분포도**




| (GW) | VA | TX | OR | OH | AZ | CA | GA | IA | IL | NV | AL | PA | SC | MD | LA |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재 | 6.0 | 2.9 | 2.3 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.6 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 〈0.1 | 〈0.1 |
| 공급 예정 | 16.8 | 3.1 | 0.6 | 2.4 | 1.6 | 0.5 | 3.2 | 0.5 | 1.5 | 1.5 | 1.0 | 3.2 | 1.4 | 1.5 | 2.2 |

자료: CBRE

**미국 데이터센터 전력 수요와 공급**

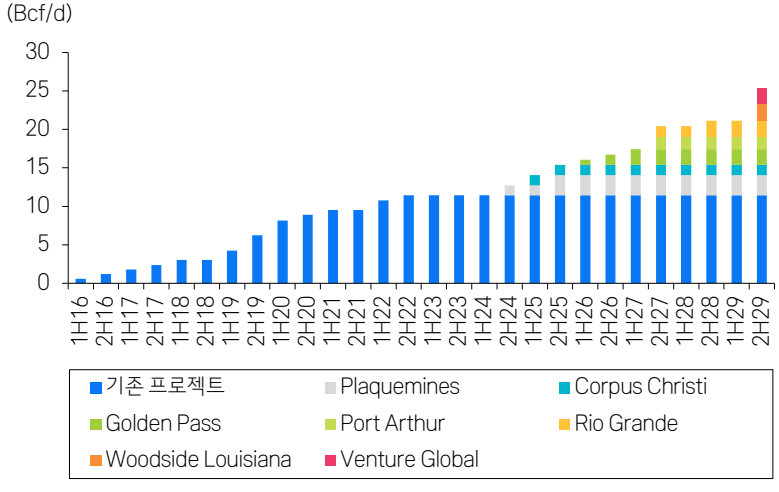



참고: 미 데이터센터는 2030년 전력의 9% 소비(2023년의 2배)
자료: EPRI(Electric power research institute)

# ② 에너지 전환: 합리적 대안, LNG

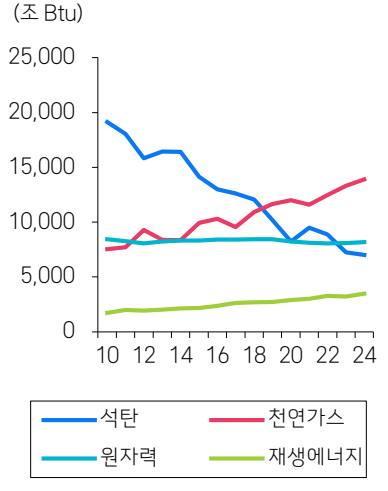
- 북미 데이터센터의 전력 조달 방식은 주로 PPA(사이트에 자체 발전기 설치 포함). 안정적 전력 공급과 고객사의 ESG 기준 충족을 위함
- 그러나 북미 태양광, 풍력 등 재생에너지는 전력원으로써 안정성이 낮고 IRA감축안에 따른 세액공제 소멸로 공급자의 공급 유인 하락
- 현실적 대안은 기저부하 전력을 제공하는 천연가스로 미국 전력의 60%를 기여할 전망, 터미널, 재기화시설 등 미드-다운스트림 LNG 밸류체인에 집중
- 그 외에도 반도체 생산량 증가로 산업용 가스 수요 증가. 글로벌 4대 산업용 가스 회사는 향후 5년간 설비투자액을 이전 대비 50% 상향
- 그러나 2027~2030년 글로벌 LNG 공급 과잉 우려로 스프레드 축소 예상, 장기 계약이 확보된 기존 프로젝트 위주의 투자 진행될 것
  - 미국의 LNG는 아시아, 유럽에 수출. Off-taker(구매자)의 신용등급이 중요. 주로 20년간 고정가격, take-or-pay 구매계약으로 안정성 확보
  - 가스발전은 용량판매 장기계약으로 현금흐름 확보, 주로 8~10년 장기 계약. 신형 가스터빈 여부가 발전 효율을 결정지음

**북미 LNG 생산량 전망(2016~2029년)**



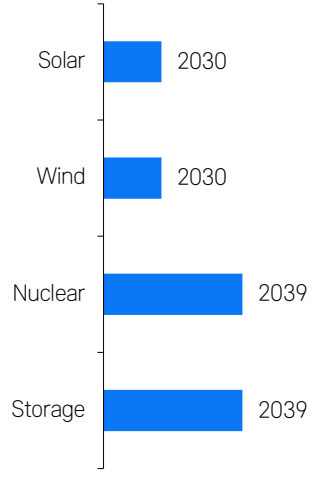

자료: EIA, 삼성증권

**미국의 전력 에너지원 비중 변화**




참고: Btu는 British Thermal Unit을 뜻함
자료: EIA, 삼성증권

**IRA감축안에 따른 세액공제 소멸 시기**

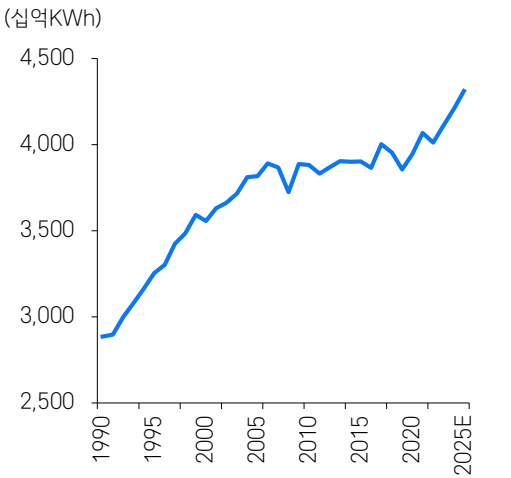



자료: IRA 감축안, 넥스트에라 에너지

# ③ 규제기반 인프라: 전력시설, 이례적 성장기

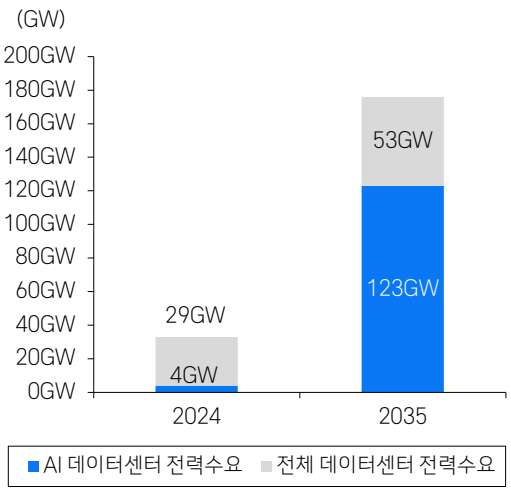
- 규제 기반 인프라는 대체로 전력, 상하수, 지역 난방 등 유틸리티 산업. 진입장벽이 높고 지역 독점적 성격으로 대표적 코어자산으로 분류
- 수요 동인은 인구 증가 및 도시화. 대규모 capex가 필요하나 정부가 이를 보조하므로 국가 혹은 지자체의 신용등급이 중요
- 리스크는 자연재해이나 storm surcharge 제도로 보완,2025년 무디스는 미 규제기반 유틸리티 산업 신용등급 전망을 'stable'로 유지
- 미 주정부는 지난 2년간 전력사업자의 기본요금 인상을 허용. 증가한 투자비 회수를 위해 요금 인상을 요청하는 사업자 수 증가 예상
  - 최근 전기요금이 빠르게 상승하며 규제 당국이 기본요금 인상에 까다롭게 대응하기 시작함은 리스크이나 최근 가스 가격 하락이 이를 완화
- 주요 유틸리티 기업은 향후 5년 capex 계획을 기존 대비 20~30% 상향, AI로 인한 전력 수요 증가가 투자 증대 요인
- PPA 가격 급등, 정책 불확실성에도 미국 전력 프로젝트의 IRR은 타 국가대비 여전히 높음(코어+ 전략의 IRR 8~10%, AI 수요 결합 시 11~16%)
- 재생에너지(제조, 관련 부품 설비 공장)는 유럽으로 투자 전환, 발전은 북미에 집중하는 듀얼 트랙 전략이 유리

**미국 전력 소비량**



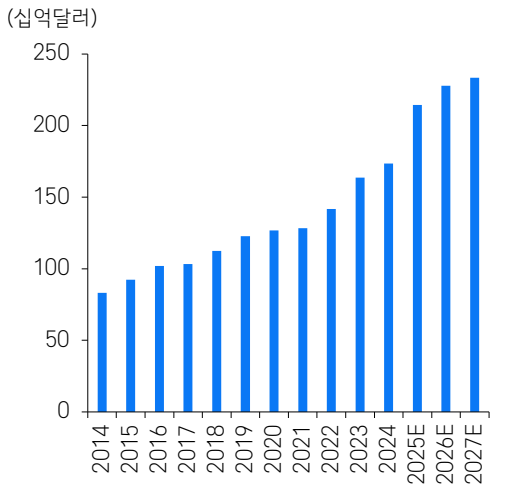

자료: EIA, 삼성증권

**미국 AI데이터센터 전력 수요**




참고:딜로이트

**미국 주요 유틸리티 기업의 미래 capex 전망**

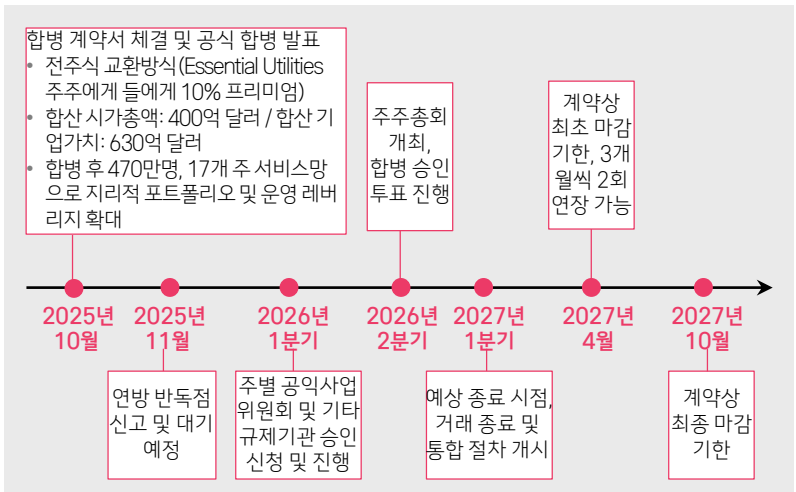



참고: 서던, 알리안트에너지 등 47개 유틸리티 기업
자료: S&P Global

# ③ 규제기반 인프라: 상하수도, 조용한 재편

- 성장이 정체된 수자원 산업은 consolidation으로 성장 추구. 파편화된 미 상하수도 시장은 소수의 기업 혹은 사모 인프라펀드가 M&A로 플랫폼화 중
- 미국은 4.9만개의 상수도 시스템, 1.8만개 하수도 시스템, 대부분 소규모 지자체나 민간 사업자에 의해 영위
- 노후화에도 투자 여력 부족으로 수익이 악화되며 자산간 혹은 기업간 M&A를 통한 시장 재편 단계, 이를 통한 성장이 새로운 구조적 변화
- 10월 American water works와 Essential Utilities의 초대형 합병 발표로 업계 스케일업 본격화 단계, 업계 최대의 딜
- 9월에는 전력가스 유틸리티 기업인 Unitil이 상수도 기업인 Aquarion Water의 일부 상수도 자산을 인수하며 상수도 시장 진입
- 규제기반 산업은 '스케일이 곧 전략'. 지역 독점적이기에 인수합병이 가장 효과적 성장 전략, 예측 가능한 현금흐름으로 PEF들이 선호하는 딜 유형

### American water works와 Essential utilities 합병 history




자료: 언론 기사

### 최근 미국 상하수도 시장 consolidation

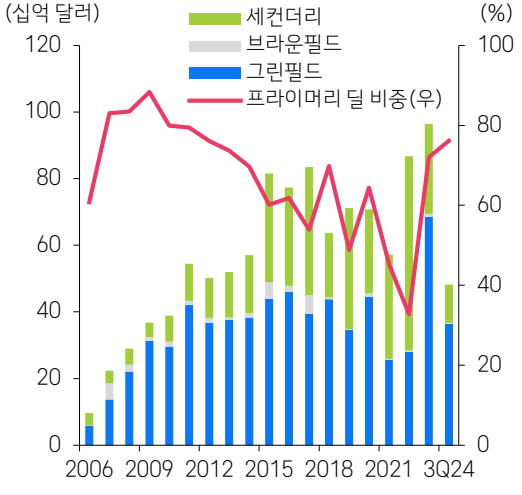
| 시기 | 인수 주체 | 피인수 주체 | 내용 |
|---|---|---|---|
| 2024년 | Corix infrastructure | SouthWest Water company | 양사가 합병해 Nexus water group으로 재탄생 |
| 2025년 7월 | H2O America | Quadvest | 상하수도 사업자인 Quadvest 인수 (5.4억달러), 텍사스 2위 사업자로 부상 |
| 2025년 10월 | American water works | Nexus (사모인프라 플랫폼) | 사모인프라 플랫폼인 Nexus가 지방 소규모 시스템을 모아 대형 규제기반 유틸리티에 매각하는 엑시트 구조 본격화 |
| 2025년 9월 | Unitil Corporation (전력가스 기업) | Aquarion Water Company 자산 | 전력가스기업이 상수도 자산 일부를 인수하며 시장 진입 |
| 2025년 10월 | American water works | Essential Utilties | 합병법인은 EV 630억달러, 시총 400억 달러, 17개 주 시스템을 보유한 최대 규제기반 상하수도 기업이 됨 |

자료: 언론 기사, 삼성증권

# 지역적 전환: 유럽 확장

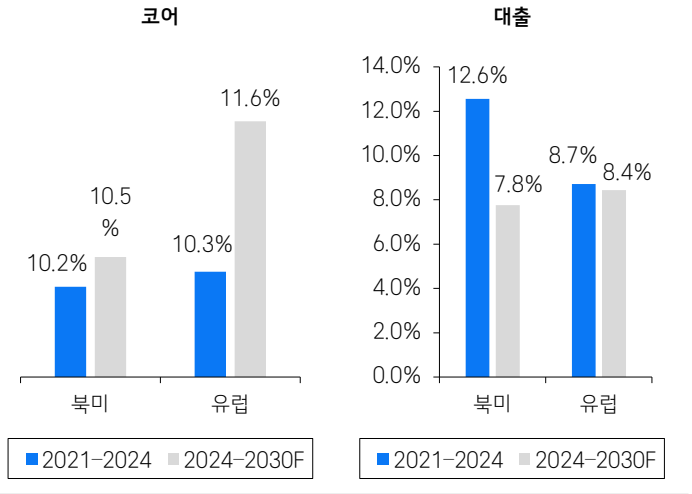
- 데이터센터 중심으로 북미에 치중되었던 인프라펀드가 유럽으로 확대 추세. 미국은 높은 성장성과 수익성을 보여왔으나 최근 정책 불확실성 고려
- 유럽의 정책 일관성; 유럽 인프라는 단일시장 중심으로 구성돼 관세정책 영향이 상대적으로 낮음
  - 정책 지원도 유지. 독일의 5천억 유로 인프라펀드, EU의 재정 정책이 청정에너지, 디지털 인프라 등을 중심으로 자본 유입 가속화
  - 그 결과 유럽 사모인프라 펀드의 성과는 장기적(10년 기준)으로는 북미 인프라펀드를 상회할 전망
- 유럽 에너지원에서 재생에너지는 39%에 이르는 만큼 유럽 딜은 프라이머리 재생에너지 딜이 견인
- 유럽 중심의 글로벌 인프라펀드의 63%가 포트폴리오 기업에 ESG 리포팅 의무화(PE 42%, 헤지펀드 8% 대비 가장 엄격)가 특징

**유럽의 재생에너지 딜 거래액**



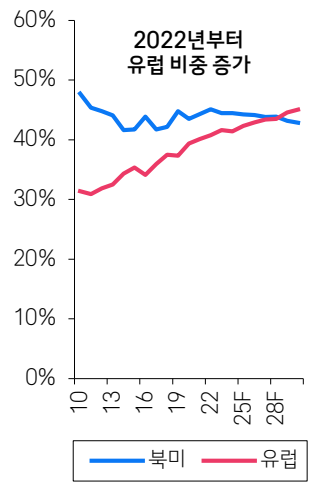

자료: Preqin, 삼성증권

**유럽 사모인프라 펀드 성과는 장기적으로는 북미 소폭 상회**




참고: 2024년 이후는 Preqin이 현재 펀드 기준으로 추정
자료: Preqin

**사모인프라펀드 AUM 비중**

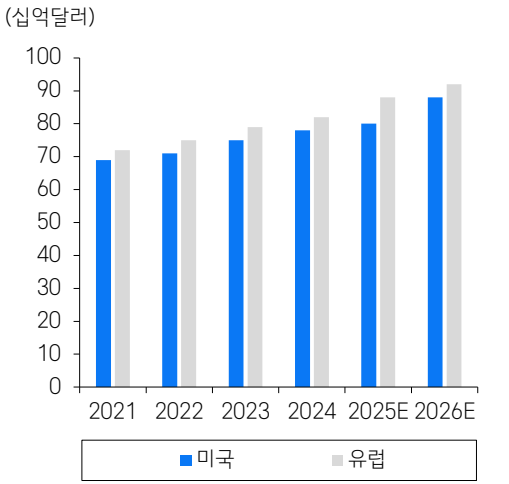



자료: Preqin, 삼성증권

# 지역적 전환: EU재원 프로그램

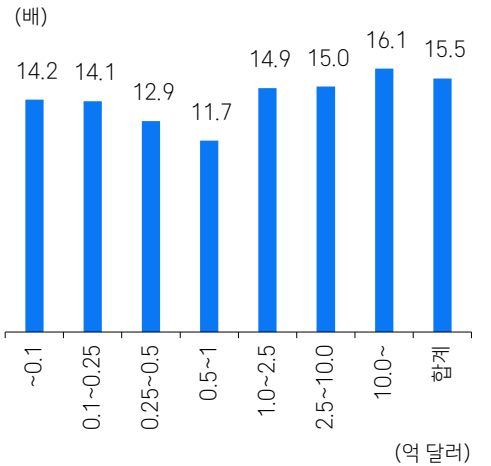
- 유럽의 재생에너지는 꾸준한 투자가 이뤄지는 시장. 유럽에서 재생에너지는 이제 더 이상 파일럿 프로젝트가 아닌 주류 에너지원
  - 네덜란드의 Holland Kust Zuid는 세계 최초의 보조금 없는 해상풍력(1.5GW), 영국 북해의 Sofia Wind Farm(1.4GW) 역시 보조금 없이 수익화
- 태양광과 육상풍력은 대체로 수익이 나고 있으며 해상풍력은 최근 금리와 원가 급등으로 수익성 축소
- 유럽 인프라 시장에서 규모가 클수록 M&A 시 EV/EBITDA 배수 상승의 움직임. 단일 자산보다 플랫폼 인수 등 거래의 대형화 추세
- 재생에너지 위주의 EU 재원 프로그램 지속. Capex에 공적 자금을 투입하고 민간(인프라펀드, 보험, 연기금)의 에쿼티를 모집하는 구조
- 전력망 투자 여건은 유럽이 미국 대비 우호적이며 선호되는 시장. 미국은 FERC(연방), 주(State), 지방(Municipal)의 인가를 받고 토지 보상까지 8~15년 소요되나,EU는 패스트트랙인 'Projects of common interest(PCI) 지정' 제도를 통과시키며 탄력. 특히 북유럽과 영국의 사업 환경 양호

### 연간 전력망 투자액 전망




자료: Brookfield, 삼성증권

### 사모인프라 M&A에서 EV/EBITDA비교




참고: 2013년부터 2025년 8월까지 데이터 기준
자료: Aviva investors, Infralogic

### 인프라 지원을 위한 EU 프로그램

| 지원 프로그램 | 금액 | 특징 |
|---|---|---|
| Recovery and Resilience Facility (RRF) | 7,238억 유로 (보조금 3,380억 유로, 저리대출 3,858억 유로) | - 그린, 디지털 인프라 투자에 배정<br>- 에너지 효율 리노베이션, 그리드 강화, 재생에너지 |
| InvestEU | - EU예산 보증 262억 유로<br>- 최대 3,720억 유로 투자 목표 | - 민간인프라 딜에 공적보증<br>- 에너지, 교통, 디지털 인프라 |
| Innovation fund | EUETS(배출권) 수입으로 조성된 10억 유로 기금 | 대형 저탄소 프로젝트 지원 |
| Just Transition Fund (JTF) | 197억 유로 | 석탄, 탄소집중 지역 전환 지원 |
| REPower EU | 2,450억 유로 | 러시아 화석연료 의존도 탈피를 위해 재생에너지 지원 |

자료: 언론 기사, 삼성증권

# ① 미국 행정부 정책: 재생에너지 펀드 이탈

- IRA 혜택 축소안으로 재생에너지 펀딩 위축, 북미 재생에너지 디벨로퍼들의 프로젝트 취소 및 보류 사례 발생
  - 풍력, 태양광의 세액공제 혜택을 조기 종료(2026년부터 축소, 2028~2030 소멸). 대신 수력, 원전, 지열, ESS에 긴 인센티브 부여
  - 이에 따라 풍력 파이프라인은 2024년, 전년 대비 50% 급락 후 2025년 반등했으나 부진. 태양광과 풍력의 밸류에이션 하락 예상
  - 디벨로퍼의 자본 부족과 정책 데드라인의 리스크로 가격 협상력은 FI에게 옮겨갈 전망
- 관세정책은 미국 내 프로젝트의 건설 비용을 6~20% 인상 → 전반적인 수익률 하락 야기
  - 영향이 큰 섹터는 재생에너지(모듈/터빈 수입)→송배전/전력(장비 관세) → 교통자산(건자재 및 물동량 영향) →LNG 터미널(무역 구조 변화) 순
- 미국에서 ESS는 변동성이 크고 송배전은 인허가가 오래 걸림. 이는 미국 인프라 투자를 디지털자산으로 더욱 집중시키는 결과를 초래

### IRA 축소안과 인프라 투자 영향

| 정책항목 | 변경 내용 | 영향 |
|---|---|---|
| **청정 전력 세액공제 - 45Y, 48E** | 2029년 폐지, 건설 시점이 아닌 완공 시점에 적용 | 2029년 이후 장기 프로젝트의 경우 IRA 혜택 불가 |
| **세액공제 양도** | 2028년 폐지 | 세금 혜택 현금화 불가능 |
| **해외 조달 제한** | 2027년부터 중국 지분 10% 이상 기업 혹은 기술 사용 시 참여 불가 | 중국계 공급망 차단으로 설비 조달 비용 상승 및 프로젝트 지연 |
| **청정 수소 세액공제 - 45V** | 2033년 종료에서 2026년 조기 종료로 단축 | 미국 수소 인프라 구축에 치명적, $3/kg 인센티브 무력화 |
| **탄소 포집 인센티브 - 45Q** | 유지, 그러나 외국의 영향력 있는 기관은 세액공제 양도 불가 | 2027년까지 양도 조건 충족 필요 |

자료: 삼성증권

### 정책 불확실성으로 인한 메자닌 부실화 사례(2025년 초)

| 구분 | 내용 | 결과 |
|---|---|---|
| **미 중서부 풍력** | EPC 지연, 금리 부담 스폰서가 추가 출자 거부 | 후순위 대출자가 손실 위험 직면 |
| **캐나다 통신탑 매입 딜** | 스폰서가 예상보다 낮은 IRR 제시, 그러나 차입 구조는 고레버리지 | 일부 LP 참여 포기 |

자료: 언론 기사, 삼성증권

### 미국 관세정책과 IRA 감축안이 재생에너지에 미치는 영향

| 자산군 | 관세 영향 | 인프라 펀드 영향 |
|---|---|---|
| **태양광 (미국)** | 건설 비용 6~20% 상승 프로젝트 규모 축소 | IRR 하락, 설치 용량 감소, 인프라 딜 감소 |
| **태양광 (유럽)** | 관세로 설치량 감소 전망 | IRR 하락, 인프라 딜 감소 |

자료: 언론 기사, 삼성증권

# ② 스폰서딜: 이해 상충의 여지

- 스폰서딜은 대형 우량 딜 소싱의 장점이 있으나 이해 상충의 여지 역시 잠재
- 동일 PE와 크레딧 부문이 동시 참여하는 스폰서딜의 경우, GP에게 시너지와 수익 극대화 수단이나 LP에게 이해 상충과 고레버리지 리스크 가능성
  : 대출에 투자한 LP는 같은 그룹의 에쿼티 딜 서포트 위험, PE 투자는 upside가, 크레딧 투자는 downside 보호가 목표이므로 이해 상충
- LP들은 리스크 경험 후 투자 기준을 설정하는 추세
  ① 제3자 밸류에이션, ② 성과 보수 재협상(스폰서딜은 복잡한 구조상 보수를 더 가져갈 여지), ③ 보팅 구조 투명화, ④ Side letter로 개별 정보 요청
- 더불어 최근 비스폰서딜은 낮은 레버리지와 더 강한 covenant로 점차 비중이 상승하는 추세, 그러나 스폰서 딜 비중은 여전히 80% 이상

**PE와 인프라 시장 내 스폰서딜 이슈- 부실화 시 PE(스폰서) 손실보다 크레딧 LP의 손실이 먼저 발생할 수 있는 구조화 리스크**

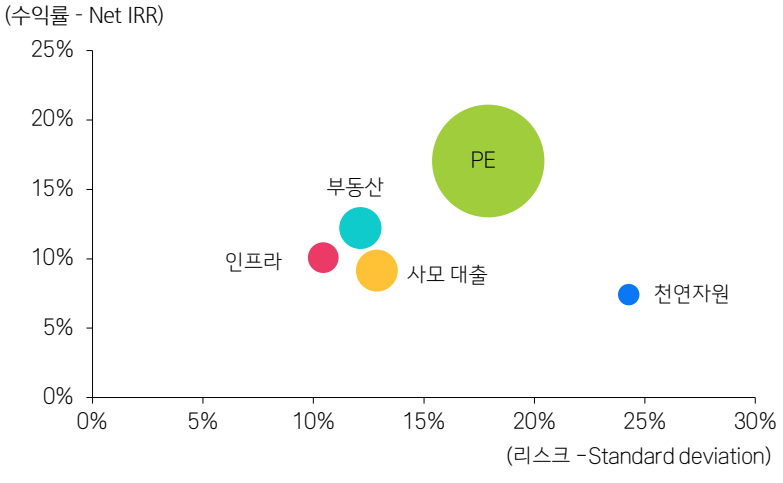
| 사례 | 스폰서 (GP) | 핵심 자산 | 딜 구조 | 이슈 |
|---|---|---|---|---|
| Southern water (2025) | 맥쿼리 | 영국 수도 시설 | 지주사 레벨 대출을 Ares가 투자 | 스폰서인 맥쿼리. 3.7억 달러의 부채 전액 탕감 요구 (스폰서에게 유리한 조건을 위해 대주 및 FI 조건 변경) |
| Ardian-Biofarma (2023) | Ardian | 이탈리아 제약 CDMO Biofarma | 기존 펀드 → 새로운 continuation fund 전환 (13억 달러) | LP 일부 엑시트, 일부 재투자. Valuation 적정성 논란 |
| Blackstone-Clarion Partners (2022) | Blackstone | 미국 물류 자산 포트폴리오 | 26억 달러 규모, 기존 LP 엑시트, 신규 LP 교체 | Blackstone은 운용 유지. Valuation 적정성 논란 |
| Coller Capital-GP Solutions (2021) | Coller | 복수 중소 운용사 GP-led 구조 | 다수 딜 동시 구성 → 펀드 플랫폼화 | LP 간 수익률 및 수수료 조건 차이로 내부 갈등 발생 |
| BlackRock-GIP (예정) | BlackRock | 기존 GIP의 에너지 /공항/항만 자산 | GIP 인수 후 일부 자산 재편성 예정. 블랙록이 일부 자산을 컨티뉴에이션 펀드로 전환, 기존 LP 일부는 엑시트, 새로운 LP가 들어와 자산 인수. 스폰서인 블랙록은 운용권 유지, exit timing valuation 주도 | BlackRock이 직접 continuation 구성해 GP-led 컨티뉴에이션의 대표 사례. 이 경우 이해 상충 리스크가 제기될 수 있어 제3자 valuation 필요 |

자료: 언론 기사, 삼성증권

# ③ 리스크 프로파일 변화: PE성 딜 증가

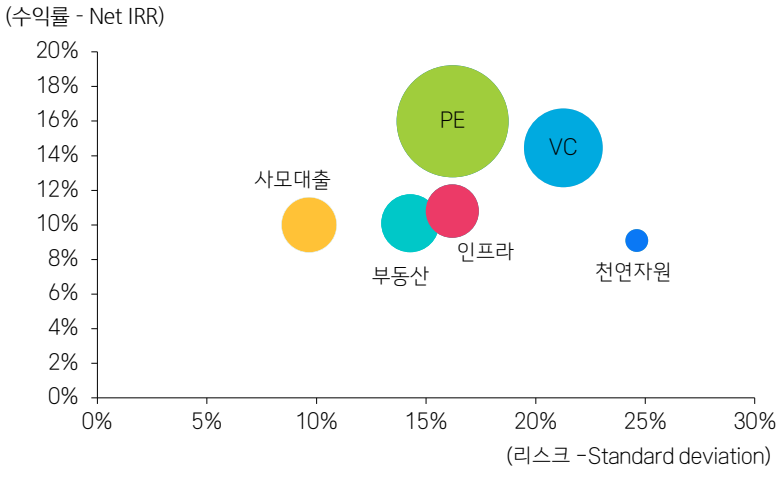
- 2009년부터 2018년까지 사모 인프라의 리스크 및 리턴은 타 대체자산 대비 낮고 리턴 역시 낮은 것으로 나타났음, 낮은 변동성이 고유의 특징
- 최근 대체투자 시장 내 인프라의 리스크와 수익률은 PE와 유사한 수준으로 상승, 부동산 및 헤지펀드 대비 오히려 높은 리스크와 리턴
- 2020년 이후부터 코어자산인 전통 인프라(도로, 유틸리티)보다 디지털 인프라로 딜이 집중되고 규제기반 산업(상하수도)은 M&A 위주로 전환된 영향
- 디지털 인프라도 기업 인수, 상하수도 및 폐기물 산업도 볼트온 방식의 PE성 딜이 늘어나며 향후 사모인프라의 수익률 변동성이 확대될 수 있음
- 즉, 인프라 본연의 투자 목적에 맞기 위해서는 전략별(코어, 코어+, 대출) 배분이 필요

**대체투자 자산별 risk-return (2009~2018년)**




자료: CAIS, 삼성증권

**대체투자 자산별 risk-return (2009~2022년)**




참고: 빈티지 2009~2022년 대상
자료: Preqin, 삼성증권

PART
04

# 글로벌 부동산:
# 가격 반등에도 부채 스트레스는 후행

# EXECUTIVE SUMMARY

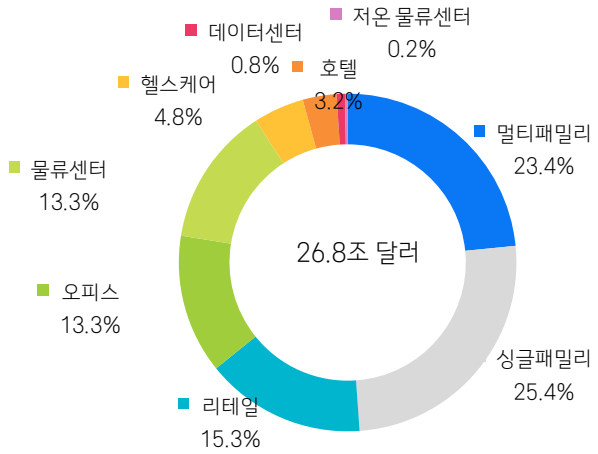
| | |
|---|---|
| 미국 상업용 부동산 | • 미국 상업용 부동산은 27조 달러 규모의 시장, 대부분의 주체에서 자금이 순유출되었으나 해외 투자자는 지속 유입되며 최대 시장의 지위<br>• 2024년 금리 하락으로 가격 반등이 시작되었으나 2025년 회복은 예상보다 더딤. 부채 리스크 잔존, 관세정책 불확실성 등에 기인<br>• 2025년 가격 반등폭은 하락폭이 컸던 오피스가 가장 컸지만 오피스 거래 비중은 2020년 20%대 후반에서 13%로 급격히 축소<br>• 금리 인하로 cap rate 압력은 완화되겠으나 초저금리 시기로 회귀는 어려움, 산업용(물류센터) 외에 cap rate 하락 속도 더딜 전망 |
| CRE 대출 리스크 점검 | • 미 CRE 대출은 4.9조 달러, 2028년까지 만기 도래 예정인 CRE 대출은 1.7조 달러이며 2025~2026년 집중, 대부분 오피스 대출<br>• 금융기관은 6천억 달러의 대출 연장으로 즉각적인 손실은 회피했으나 부실 채권은 1,219억 달러로 2012년 이후 최고 수준<br>• 대출 부실은 오피스와 멀티패밀리에 집중. 멀티패밀리는 수요는 강하나 저금리 시기 공격적 레버리지로 리파이낸싱 리스크<br>• CRE대출 연체율은 CMBS 중심으로 상승세. 부동산 가격과 거래가 반등해도 부채 스트레스는 후행적으로 2026년 시장에 부담을 줄 전망 |
| 신성장 섹터 부상 | • 오피스: 출근율 상승으로 2024년 강한 반등, 그러나 공급 축소에도 선벨트 중심으로 공실 상승 지속. 2026년 용도 전환, NPL 거래 증가 예상<br>• 물류센터: 공급 감소는 관세정책으로 더욱 심화, 관세정책의 직접적 타격은 물류센터의 15%에 불과해 속도는 느리나 수요 회복 예상<br>• 멀티패밀리: 인구 증가와 공급 부족으로 수요 강세, 그럼에도 금리 하락 속도가 더뎌 느린 회복. 임대료는 2026년부터 개선 예상<br>• 데이터센터: 최대의 건설 호황기 구가. 리스크는 공실이 아닌, 전력 확보와 착공 지연 리스크. 전력을 찾아 2차 시장으로 전환 뚜렷 |
| 유럽 상업용 부동산 | • 유럽 부동산 가격은 금융위기와 유사한 수준의 가격 조정을 겪은 뒤 2024년부터 안정화 추세, 2024년 4분기부터 거래도 반등<br>• 전 섹터에서 공급이 축소되며 임대료 지지하나 섹터별 편차는 여전히 큰 상황. 특히 주거용 부동산의 공급부족 심화 뚜렷<br>• 유럽에서도 CRE 대출 시장에 사모신용의 영향력 확대 중. 대출 스프레드는 2024년 초 정점에서 점차 하향 추세로 유동성 개선 중<br>• 유럽 상업용 부동산 시장에서 유망 시장은 수급 불균형이 극심한 주거용, 하위 전략은 대출전략으로 제시 |
| 결론 | ① 장기 침체이던 글로벌 상업용 부동산 시장은 2026년 부실 자산의 구조조정과 가격 재조정을 거쳐 2027년부터 점진적 회복 전망<br>② 기존 미 CRE대출은 구조조정이 필요하나 신규 대출은 투자 기회. 만기 집중과 금리 정점 확인으로 변동성 하락, 대출 전략이 유리한 전략<br>③ 주도 섹터의 변화. 오피스는 구조적 수요 하락, 멀티패밀리는 금리 하락과 함께 안정화, 신성장섹터인 데이터센터 및 시니어 하우징 투자 증가 |

자료: 삼성증권

# Overview: 27조 달러 시장

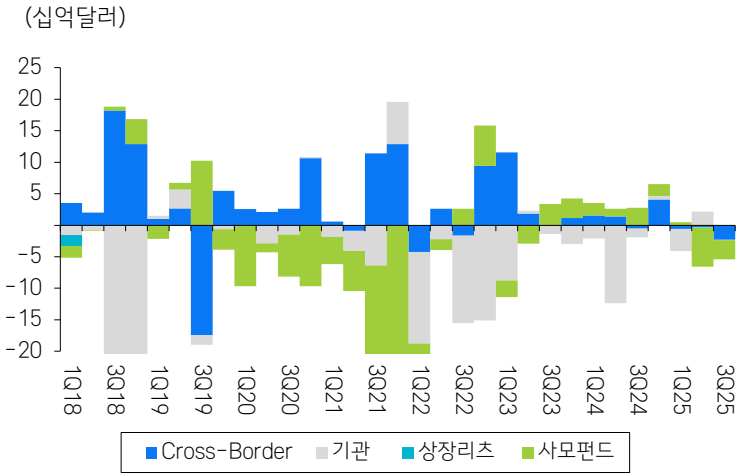
- 미국 CRE 자산시장은 총 26.8조달러로 추정, 45%는 주거용(임대주택), 55%는 비주거 상업용 부동산으로 구성
- 2023년 미국 CRE 리스크를 겪으며 부동산 시장 내 주요 자산군은 기존의 전통 오피스에서 헬스케어, 데이터센터 등 신성장 섹터로 전환 추세
- 지난 1년간 대부분의 주체에서 순유출이 발생했지만 해외 투자자는 오피스 43억달러, 물류센터에 16억달러가 순유입되며 부진 속 방어 주체
- 글로벌 1위 상업용 부동산 시장의 위상

**미국 CRE 시장 구분**




참고: 2025년 2분기 말 기준
자료: MSCI RCA, 삼성증권

**투자 주체별 순 유입액**

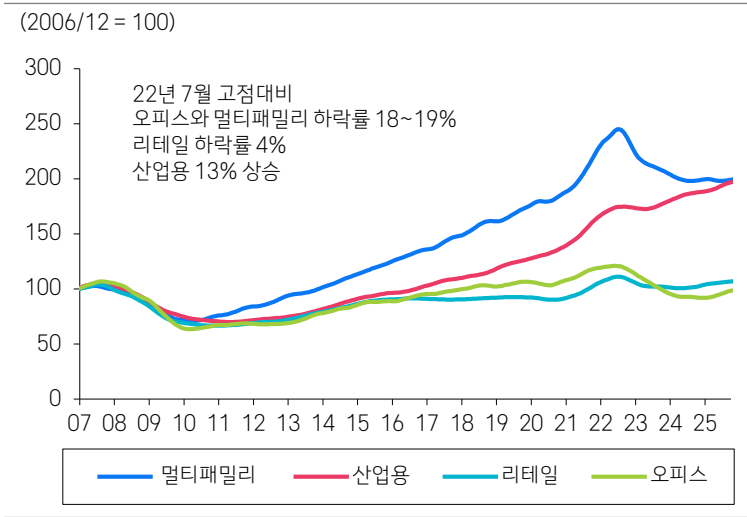



자료: MSCI RCA 삼성증권

# 2025년 리뷰: 부족한 가격 반등

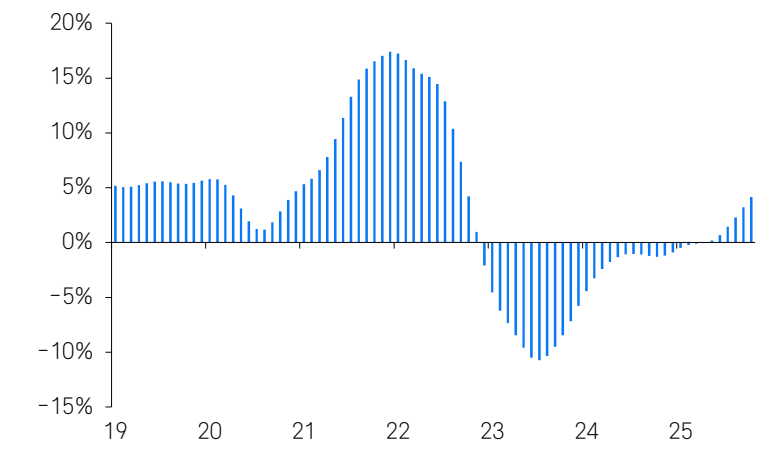
- 2025년 초 미국 상업용 부동산 시장은 희망적으로 시작했으나 예상보다 더딘 금리 하락, 부채 리스크, 관세정책 등 불확실성으로 회복 속도가 느림
- CPPI(상업용 부동산 가격) 지수는 2025년 10월 말 기준 전년 말 대비 4.1% 상승
  - 멀티패밀리 0%, 물류센터 4.6%, 리테일 3.4%, 오피스가 7.1%의 상승폭 기록. 급락했던 오피스의 반등이 가장 큼
- 그러나 2022년 7월 고점 대비 전체 지수는 8.0% 하락한 상태, 멀티패밀리 18.7%, 오피스 18.6% 하락한 상황
- 전년대비 상승폭은 2025년 하반기 들어 점차 확대

**미국 상업용 부동산 지수(CPPI) 상승률**




자료: MSCI RCA, 삼성증권

**미국 상업용 부동산 지수 YoY 상승률**

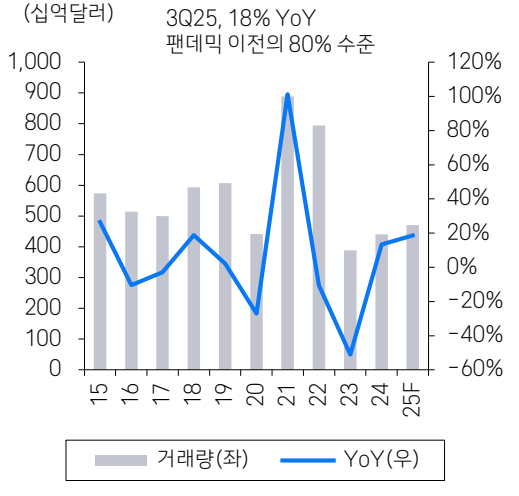



자료: MSCI RCA, 삼성증권

# 2025년 리뷰: 주도 섹터의 변화

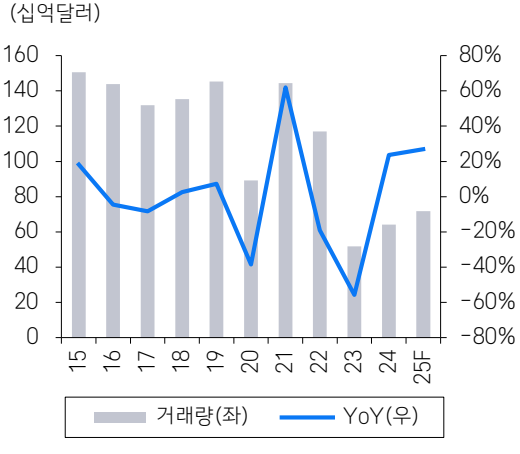
- 미국 CRE 거래시장은 부진에서 벗어나 2024년부터 거래액 회복, 팬데믹 이전 평균을 18% 하회 중
- 거래액 반등폭이 가장 큰 섹터는 오피스이나 전체 거래액에서 비중은 낮음
- 섹터별 거래 비중은 2020년까지 오피스가 20%대 후반으로 주요 섹터였으나 2023년 13%로 급격히 축소, 2025년도 3분기 누적 15.3%에 그침
- 산업용(물류센터)는 꾸준히 20%대 차지, 시니어하우징, 데이터센터 등 고성장 섹터 거래 비중은 2015년 8.7%에서 2025년 3분기 11.7%
- 사모 부동산 펀드는 2년간의 (-) 수익률 기록 후 2025년 1분기부터 3개 분기 연속 총 수익률 (+) 를 보이고 있음

**미 상업용 부동산 거래액**



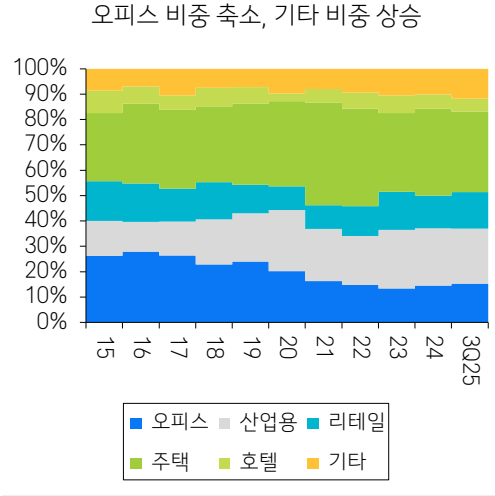

자료: MSCI RCA, 삼성증권

**오피스 거래액 반등폭이 가장 크지만…**




자료: MSCI RCA, 삼성증권

**섹터별 거래액 비중에서 오피스 비중 급락**

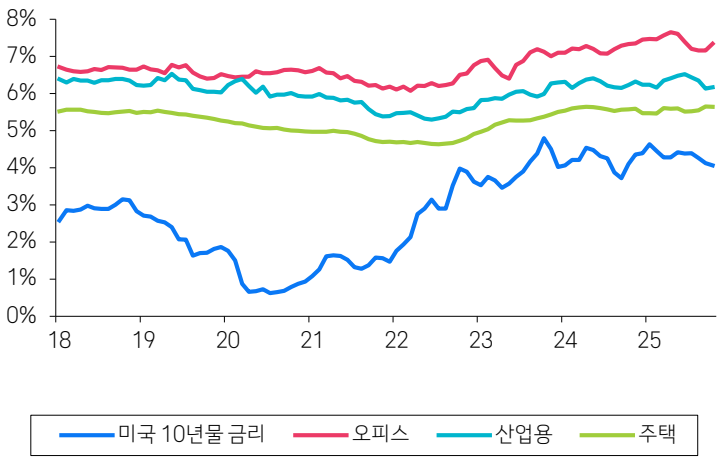



자료: MSCI, 삼성증권

# 2025년 리뷰: 높아진 cap rate

- 미 10년물 국고채는 2025년 10월 기준 2023년 고점 대비 80bp 하락하며 안정화, 점진적 금리 인하에도 정상 금리는 3%대 전망
- 즉, 2021년 초저금리 시기의 cap rate로 회귀는 불가능할 것, Cap rate 재조정 과정을 거쳐 오피스는 7%대에서 정체, 높은 요구 수익률을 보임
- 산업용 부동산(물류센터)의 cap rate는 하향 안정화 추세로 6%대 초반. 주택은 소폭 반등했으나 5%대 초반 유지
- 금리 부담이 지속됨에 따라 투자 관점은 자본차익보다 임대수익(NOI yield) 중심으로 형성될 전망. 자산관리의 필요성도 증가
- 관세정책 영향으로 섹터별 전망은 엇갈림. 대체로 단기 영향은 부정적이나 장기적으로 심각한 공급 제약 요인으로 작용할 전망

### 미국 상업용 부동산별 cap rate




자료: MSCI RCA, 삼성증권

### 섹터별 관세정책 영향

| 관세정책 | 단기 | 장기 | 영향 |
|---|---|---|---|
| 산업용(물류) | 부정적 | 부정적 | 해안 물동량 감소, 일부 재고 축적 수요 |
| 데이터센터 | 부정적 | 중립적 | 중국 반도체/서버에 관세 상향, 건설비용 상승 |
| 쇼핑몰 | 중립적 | 중립적 | 의류, 잡화 등 수입원가 상승, 임차인 마진 압박 |
| 멀티패밀리 | 부정적 | 중립적 | 철강, 알루미늄 관세로 건설비 상승과 개발 장애 |

### 섹터별 부동산 수급 전망

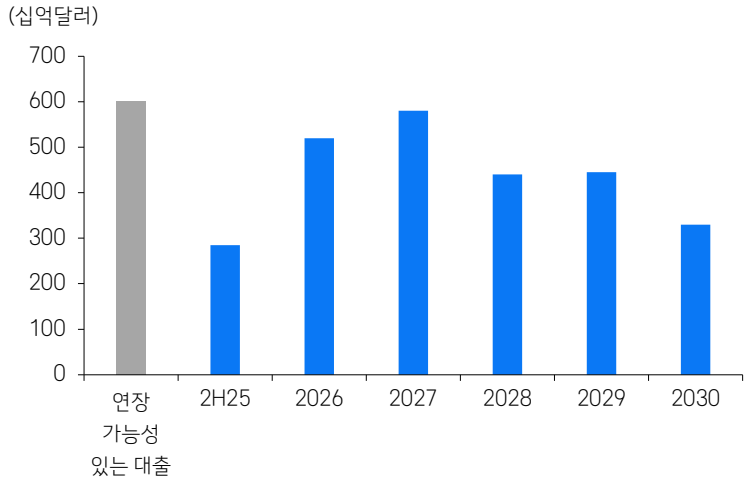
| | 공급 | 수요 | 수요-공급갭 |
|---|---|---|---|
| 산업용 | 2025년 공급 정점 통과 | 관세 불확실성으로 정체 | ↓ |
| 데이터센터 | 공급 확대 | AI와 하이퍼스케일 수요로 구조적 성장 | ↑ |
| 시니어 하우징 | 만성적 공급 부족 | 80세 인구 증가로 구조적 성장 | ↑ |
| 리테일 | 공급 감소세 | 견조 | = |
| 셀프 스토리지 | 2025년 공급 정점 통과 | 주택시장 침체로 하락 | ↓ |
| 오피스 | 2023년 공급 정점 통과 | AI, 경기 침체 등으로 하락 | ↓ |
| 멀티패밀리 | 2025년 공급 정점 통과 | 임대수요 증가로 상승 | = |

자료: 삼성증권

# CRE대출 점검: 만기의 벽 (Maturity wall)

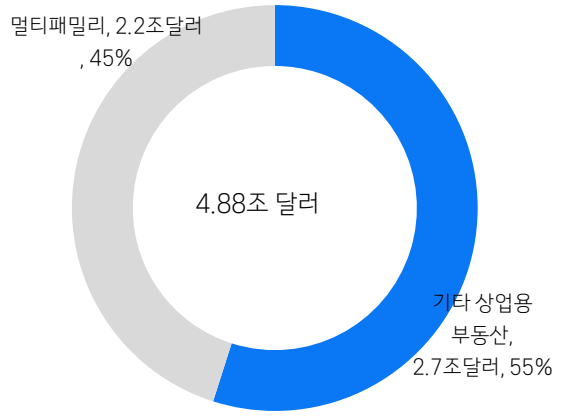
- 2028년까지 만기 도래 예정인 CRE 대출은 1.7조 달러, 2025년은 900억 달러 이상으로 부담, 게다가 대부분 오피스 대출
- 저금리 시기에 실행된 대출 만기는 2025~2026년 집중돼 리파이낸싱 리스크. 2022년 실행된 대출이 최대 비중(당시 대출 금리 3.9%, 현재 6%대 중반)
- 금융기관은 6천억 달러의 대출 연장으로 즉각적인 손실은 회피했으나 부실의 이연 리스크. 대출의 조건 변경 건수도 최근 1년간 66% 증가
- 부실채권은 1,219억달러로 2012년 이후 최고 수준, 대출 기관들은 부실 대출의 구조조정 중
  - 2025년 상반기에만 120억 달러의 신규 부실채권이 발생했지만 이보다 더 많은 부실 대출 해결로 순 부실 대출은 감소세로 손실 흡수 중
  - 상반기 잠재 부실 대출로 분류된 오피스 대출 규모는 764억달러, 2026년 대출기관 주도의 자산 매각, 담보권 포기, 경매 등이 늘어날 가능성
- 상반기 압류 건수 중 아파트가 가장 많아 2011년 이후 최대로 오피스 역전, 아파트 가격은 회복 중이나 저금리 시기 고 레버리지 후유증이 먼저 표면화

**CRE대출 연도별 만기 도래액**




자료: MSCI RCA, 삼성증권

**CRE 대출 섹터별 구분**

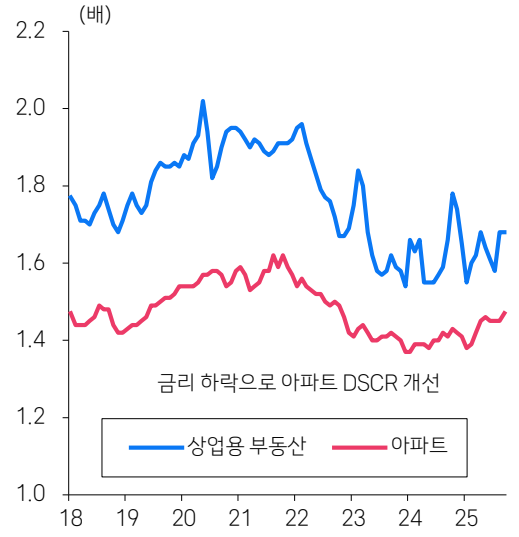



자료: MSCI RCA, 삼성증권

# CRE대출 점검: 섹터별

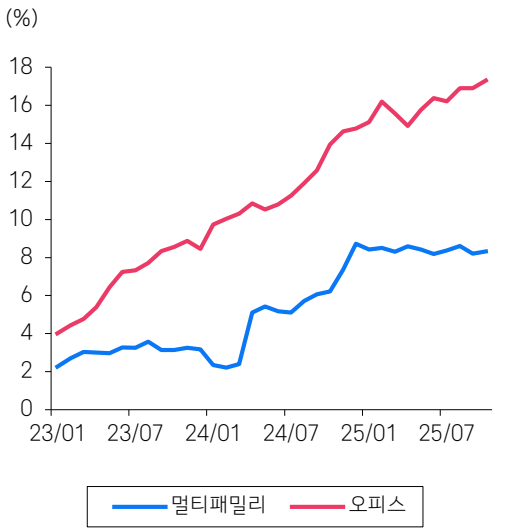
- 현재 CRE 대출 부실은 오피스와 멀티패밀리에 집중. 오피스는 이미 부실 현실화되며 실질 디폴트 증가, 회복도 더딤
- 멀티패밀리의 부실은 아직 적지만 높은 잠재 리스크. 선벨트 개발 붐이 저금리 시기에 이뤄지며 리파이낸싱의 어려움, 운영비와 cap rate 상승 압력
  - 대부분 변동금리에 단기대출(3~5년) 구조, 2020~2021년 초저금리 시기 LTV 75% 이상, DSCR을 겨우 맞춰 개발했으나 이자비용이 2~3배 증가
  - 기초 수요는 건전하나 공격적 금융구조로 대출 부실화. 운영이 원활해도 금융비용 커버가 어려운 상황
  - 특히 주택은 보험료, 재난(허리케인), 유지보수, 인건비 상승에 민감. 멀티패밀리 cap rate는 3.5~4.0%에서 현재 100bp 이상 상승한 5~6%
- 반면 수요가 저조했던 리테일과 호텔은 개발이 저조했고 가격 고평가 위험이 낮아 관리 가능한 수준의 잠재 부실

**섹터별 DSCR 추이**




자료: MSCI RCA, 삼성증권

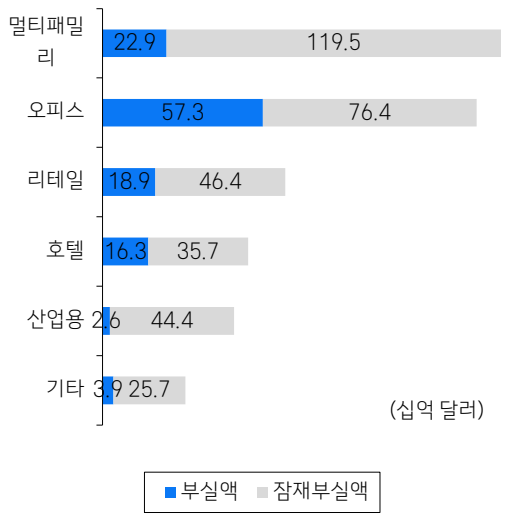
**CMBS에서 특별관리(Special servicing) 비율**




참고: Special service는 CMBS 대출이 부실 위험에 놓였을 때 전문 관리기관이 개입함을 의미

자료: Trepp, 삼성증권

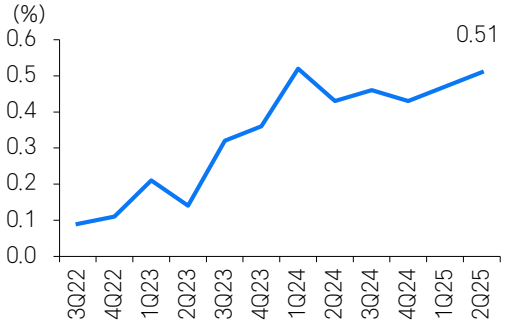
**상업용 부동산 대출 부실 및 잠재부실액**



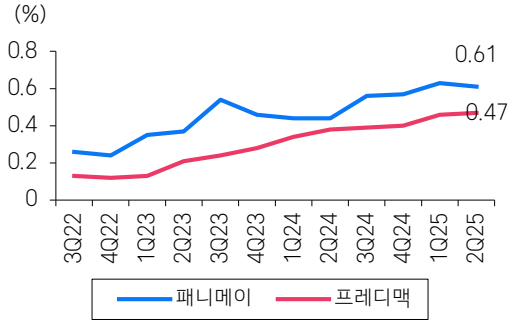

자료: CBRE

# CRE대출 점검: 대주별

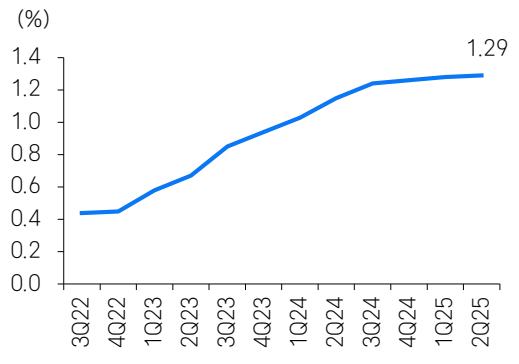
### 생명보험사의 CRE 대출 연체율



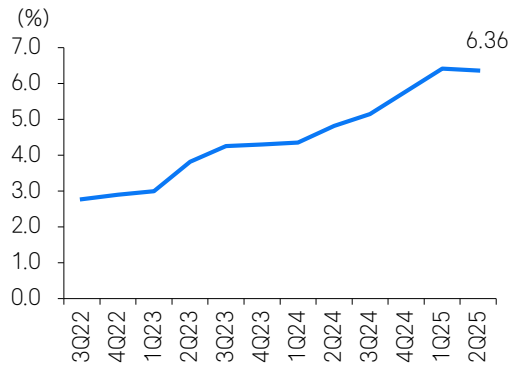

### 패니메이 및 프레디맥의 CRE 대출 연체율




### 은행 및 지역은행의 CRE 대출 연체율




### CMBS의 CRE 대출 연체율



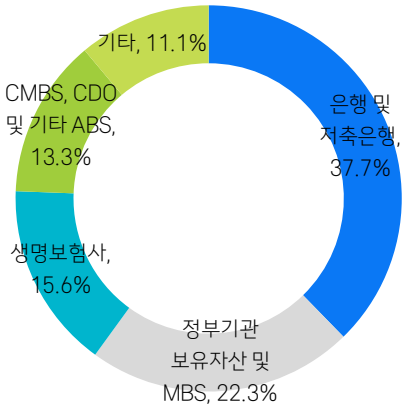

자료: Trepp, 삼성증권

- CRE 대출 연체율은 상승세. 금융위기 당시 연체율 8.7%와 비교 시 위기는 아니지만 코로나 19 이전 대비 훨씬 높은 수준
- CRE 시장의 대주 중 취약 주체는 CMBS – 가격 조정으로 금융손실 현실화 단계
- 생명보험사와 GSE의 CRE대출 연체율은 정상 범위. 보험사는 보수적 언더라이팅, 낮은 LTV. 우량자산과 낮은 레버리지로 방어력
- 은행은 과거 위기 당시보다 훨씬 낫지만 초 저연체 국면에서 상승 중. 특히 중소 오피스 익스포저 고려 시 추가 리스크 상승 여지. 아직은 에쿼티와 스폰서가 손실을 흡수하는 단계
- 섹터 및 유형별로 멀티패밀리/GSE 대출은 정책 지원과 저연체 구조라 리스크가 낮음
- 결론적으로 주요 주체인 은행과 보험사, GSE의 연체율은 낮아 시스템 리스크 가능성은 낮지만 CMBS는 2026년의 리스크로 잔존

# CRE대출 점검: CMBS

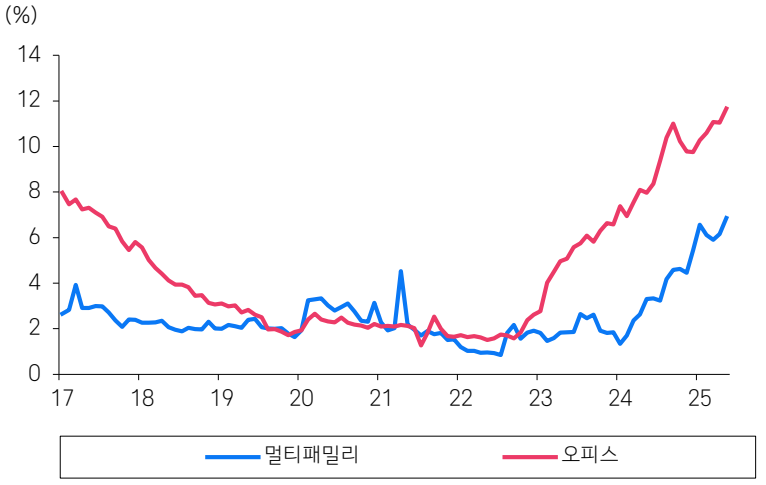
- CMBS는 CRE 대출 잔액의 13.3%이지만 2025년 하반기 만기가 도래하는 대출 3천억 달러 중 27%로 최대 비중을 차지
  - 주체별 비중은 지역은행 20%, 전국 은행 13%, 보험/기관/기타 비은행기관 합산 40%. 대출 만기를 둘러싼 리스크는 CMBS와 지역은행에 집중
- 섹터별로는 2025년 만기 예정 대출에 멀티패밀리가 35%로 최대, 다음은 오피스로 20%. 오피스는 이미 만기 연장 비중이 큰 상황
- 2023년 상반기까지 CMBS 발행은 전무했으나 2024년 들어 금리 하락을 모멘텀으로 발행 재개, 2025년 CMBS 오피스 발행액은 2021년 이후 최고
- 그럼에도 높은 연체율을 고려, 오피스 CMBS 시장은 A급 자산 및 단일 차입자(SASB)에 제한적으로 개방된 상황
  - CMBS 가격에 이미 오피스와 멀티패밀리 부실이 반영되며 프라임 오피스 담보의 상위 트랜치 CMBS의 경우 할인가에 매입 거래 증가
  - 은행과 CBMS 대출 기관은 장기 침체를 겪은 CRE 대출 시장에 더 엄격한 조건으로 신중히 재진입 중

**미국 CRE 대출 구분**




자료: FRED, 삼성증권

**CMBS 연체율 추이**

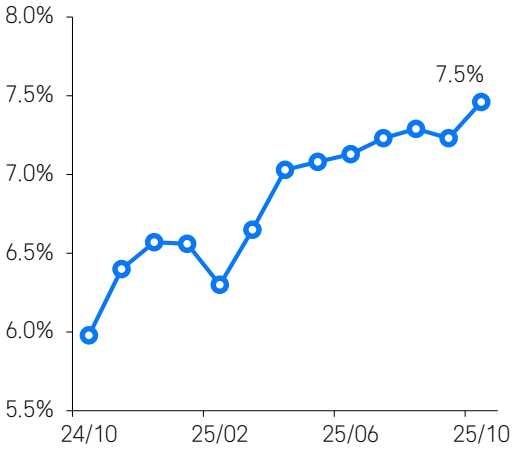



참고: 30일 이상
자료: Trepp, 삼성증권

# CRE대출 점검: CMBS

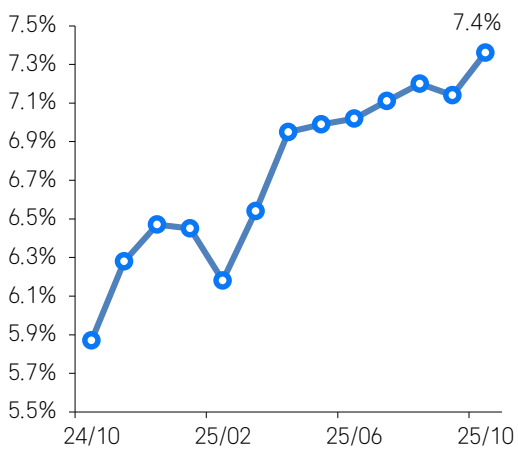
- CMBS 발행은 재개되었으나 기존 CMBS 시장은 리파이낸싱 스트레스 표면화 단계, 일반적으로 대출 부실화는 리파이낸싱 실패에서 야기됨
- 10월 기준 CMBS의 전체 연체율은 7.46%로 2025년 들어 지속적 상승세. 심각 연체율(60일 연체, 압류, REO 등)이 6.99%로 대부분은 손상된 수준
- 오피스: 역대 최고의 연체율을 보이는데 금리 부담뿐 아니라 구조적 수요 하락도 가세했기 때문
- 멀티패밀리: 과잉공급과 금리 영향으로 연체율은 7%대 진입, 리테일/호텔: 팬데믹 후 안정화돼 상대적으로 위험이 낮음, 산업용: 0.64%로 건전
- CMBS 2.0+(금융위기 이후 2010년 제도 강화 이후 발행) 는 금리와 리파이낸싱 충격에는 여전히 취약해 연체율 차이가 크지 않음
- 부동산 가격이 반등해도 부채 스트레스는 6~12개월 늦게 반영되기 시작함을 고려해야 함, 2026년은 부채 구조조정이 활발할 전망

**CMBS의 30일 이상 연체율**




자료: Trepp, 삼성증권

**CMBS 2.0+의 30일 이상 연체율**




자료: Trepp, 삼성증권

**연체율에 따른 대출채권 상황**

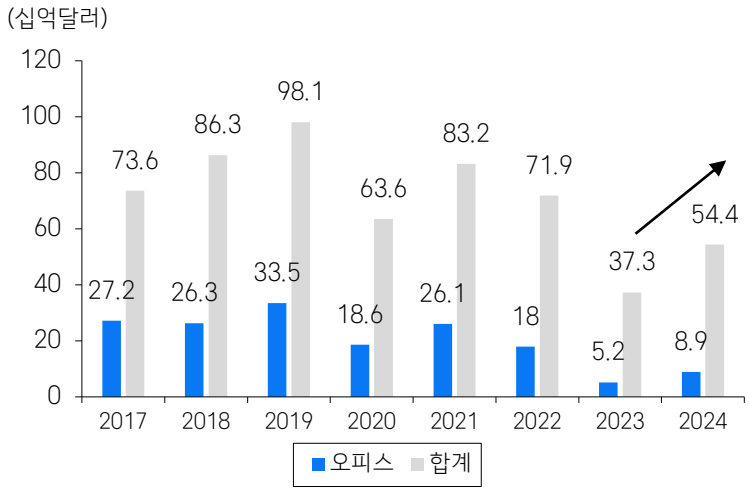
| | 비중 | 의미 |
|---|---|---|
| 현재 | 91.08% | 정상적으로 원리금 납입 중 |
| 30일 연체 | 0.47% | 연체 초기 |
| 60일 연체 | 0.16% | 심화된 연체 |
| 90일 연체 | 0.53% | 심각한 연체 |
| Performing matured ballon | 1.46% | 만기 도래했으나 연장, 리파이낸싱을 못한채 이자만 납입 |
| Non-performing matured ballon | 2.41% | 만기 연장 실패, 이자 납입 불가 |
| 압류 | 2.89% | 압류 절차 진행 중 |
| REO(Real estate owned) | 1.00% | 대주가 자산을 회수한 상태 |

참고: 삼성증권

# 대출 시장 변화: 신규 대출 회복, 부채 구조조정 솔루션

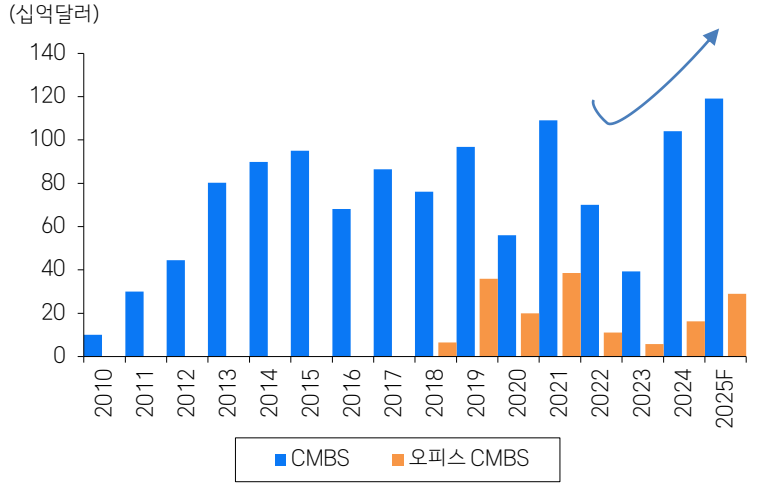
- 기존 대출 시장은 불안하나 신규 대출은 긍정적. 부동산 가격이 안정되고 신규 대출은 기존 대비 대주에게 유리한 구조로 전환 중
- 2025년 상반기 신규 대출은 2024년 말 대비 13%, 전년 동기 대비 90% 이상 증가하며 2023년 이후 최고 수준으로 회복
- 대출 스프레드도 2023년 대비 180~200bp 축소, 자산가격 안정으로 신규 대출의 LTV 하락. 폐쇄형 펀드 기준 60%, 오픈엔드 펀드 30% 등
- CRE 대출 시장은 전환기. 사모신용의 영향력 확대. 2024년 사모신용은 CRE대출의 24%를 차지하며 이전 10년 평균 14%를 상회하기 시작
  - CRE 대출 시장은 다양한 자본 출처가 공존하게 되며 리스크 분산, 그럼에도 자금조달 여건은 양극화. 신용이 우수하고 레버리지 낮은 자산에 쏠림 현상
- 매입 cap rate가 대출금리를 상회하는 시기에는 신규 대출 수요가 증가하는데다, 만기 집중으로 리파이낸싱 거래 급증이 대출 시장 활성화의 주요인

**오피스 신규 대출 발행액**




자료: MSCI RCA, 삼성증권

**CMBS 발행액 추이**




참고: Trepp, 삼성증권

# 대출 시장 변화: 은행과 사모신용의 재진입

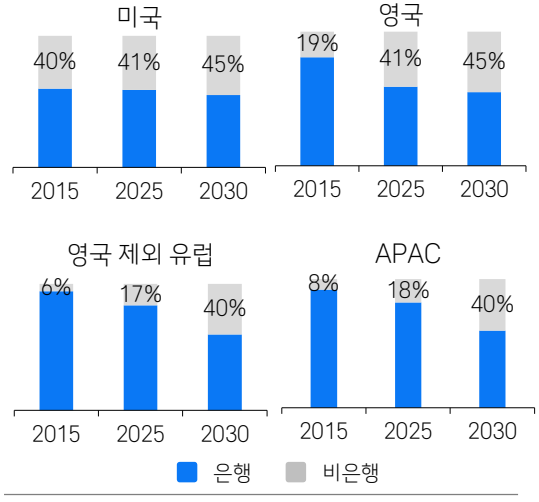
- 은행이 CRE 대출에 보수적으로 전환하며 비은행 기관인 사모대출, 보험사의 비중 확대
- 대주별 변화: 은행 33%(증가), 사모신용 14%(증가), CMBS 21%(소폭 하락), GSE(하락). 개발 펀드는 사모신용이 지배. 일반적으로 사모신용과 지역은행의 레버리지는 높음
- 은행, 사모신용이 CRE 대출 시장에 복귀하며 최근 CMBS의 경쟁력 약화. 대출 조건은 엄격해지고 금융 구조화, LTV, DSCR 등이 중요해짐
- 은행은 기존 대출의 잠재적 손실을 신규 대출 증가를 통한 수익기회로 상쇄 중. FRB에 따르면 인수 기준이 완화되는 추세. 추정치보다 낮은 손실 충당금 영향

### 대출 주체별 LTV와 금액 변화

| | 대출액 평균 (백만달러) | | LTV | |
|---|---|---|---|---|
| | 1H25 | 1H24 | 1H25 | 1H24 |
| 정부기관 (GSE) | 19.9 | 16.0 | 61.8% | 60.4% |
| CMBS | 27.9 | 26.4 | 63.5% | 61.5% |
| 국제은행 | 18.5 | 14.7 | 61.3% | 62.5% |
| 은행 | 12.3 | 10.6 | 63.4% | 63.4% |
| 지역은행 | 6.0 | 6.0 | 67.6% | 66.7% |
| 사모신용 | 19.9 | 18.0 | 68.6% | 65.1% |
| 보험사 | 20.2 | 18.0 | 60.0% | 60.7% |
| 합계 | 13.1 | 12.6 | 64.4% | 62.8% |

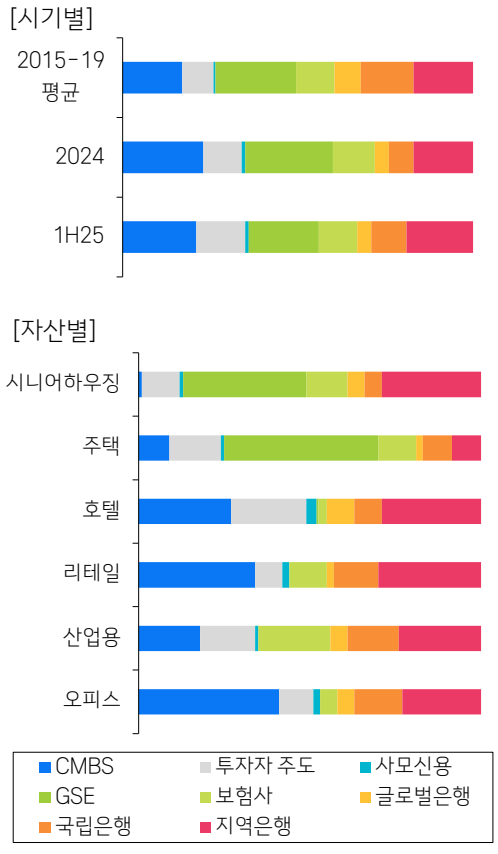
참고: 전통은행 Big 4는 Wells Fargo, Bank of America, JP Morgan
건설 금융 상위 대주는 Bank OZK, US Bancorp, Madison Realty Capital 등 사모신용 위주
자료: MSCI RCA

### 대출 주체별 비중 변화(지역별), 비은행 60% 예상




자료: DWS

### 미국 CRE 대출 주체 breakdown

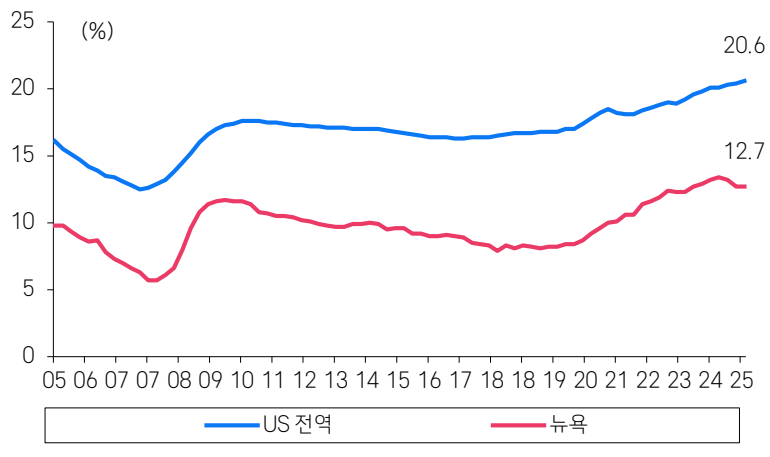



자료: MSCI RCA, 삼성증권

# ① 오피스: 공급 감소에도 공실 상승

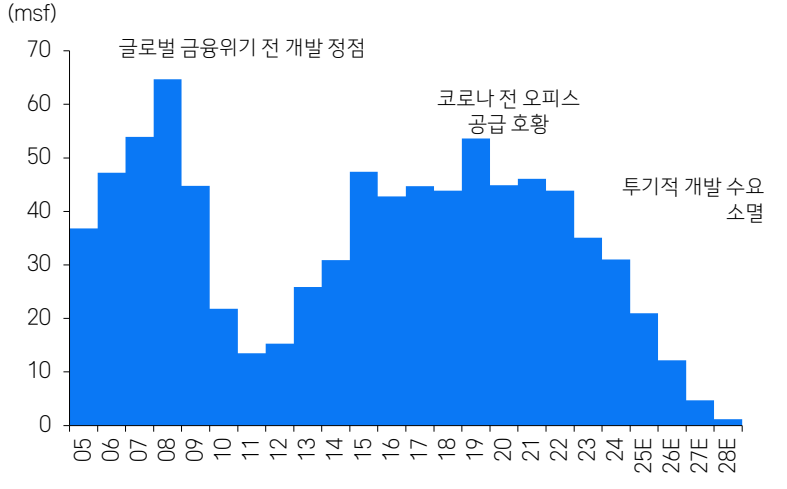
- 미국 오피스 시장은 2024년, 오피스 복귀 지침과 가격 급락 매력으로 강력한 거래 및 가격 반등을 보였으나 2025년 들어 지지부진
- 2025년 오피스 공급은 13년 만의 최저를 기록하는 등 공급 감소가 뚜렷하나 전역의 공실률은 선벨트 중심으로 상승세 지속
- 투기적 개발은 거의 소멸, 취상위급 오피스 공급 감소로 프라임 오피스 임대료는 상승하는 임대인 우위 시장, 이를 반영해 맨해튼 시장만 공실 하락
- 수요 거품이 해소되는 단계. 서브리스 공간은 7개 분기 연속 감소세. 서브리스 공급은 2023년 3분기 최고치 대비 21% 감소
- 프라임과 비프라임 자산간 격차 확대. 프라임 오피스의 공실률은 13.6%로 하락세이나 비프라임은 이보다 5%p 내외 높음
  – 2025년 들어 공실률 하락 상위 시장은 샌프란시스코, 덴버, 시카고, 시애틀 등. AI 산업 영향으로 연관산업 고용 증가 영향

**미국 오피스 공실률 추이**




자료: Bloomberg, 삼성증권

**미국 오피스 공급량 전망치**

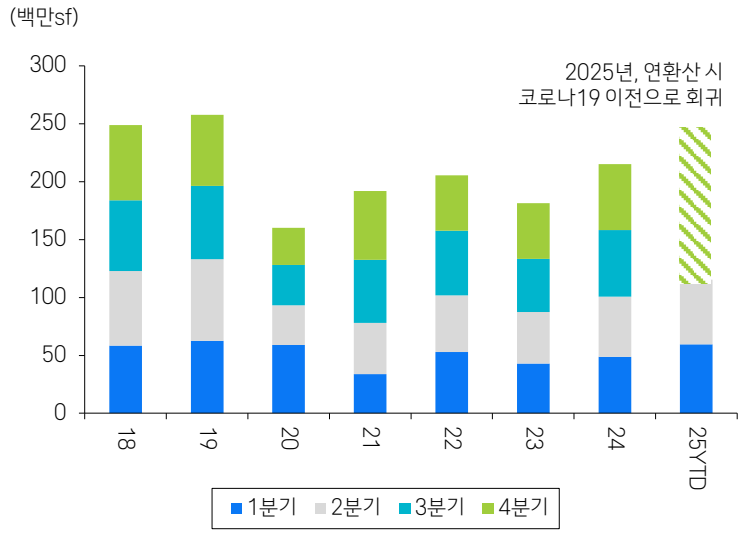



자료: CoStar Group, 삼성증권

# ① 오피스: 임대 활동 반등

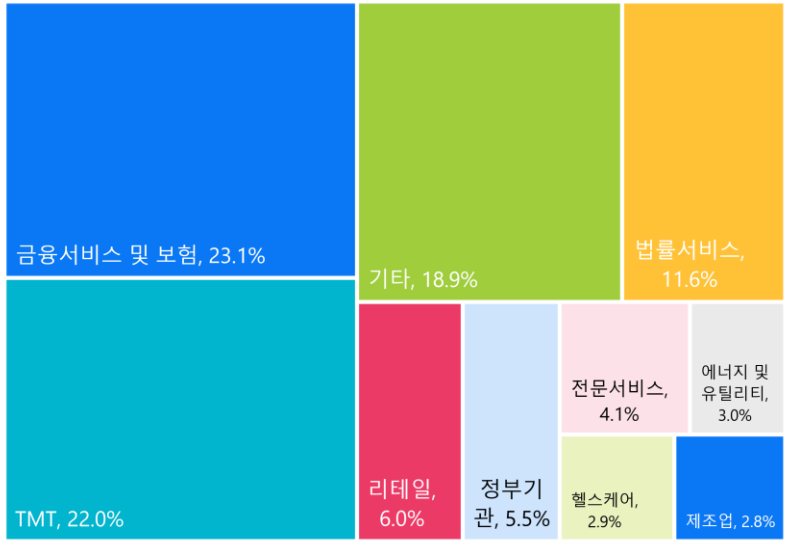
- 2024년부터 오피스 복귀 모멘텀이 강화되며 임대차 활동 증가. 2025년 상반기 임대차 활동은 전년 대비 15% 증가
- 수요 요인은 대부분 고용 증가보다 사무실 복귀 압력에 의한 것으로 하반기부터 임대차 활동은 다소 완만해짐
- 현재 1만~2만sf 내외의 중소 임차인 수요가 거래의 핵심, 상반기 기준 신규 임대차 활동의 주역은 금융서비스 및 보험. 주도 섹터인 TAMI를 상회
- 가장 활발한 임대차 활동을 보였던 지역은 맨해튼. 2024년 4분기 임대차 활동은 코로나19 이후 최대치를 기록
- 게이트웨이 프라임 오피스 중심으로 안정화 추세. 맨해튼, 샌프란시스코, 달라스, 샬롯 등은 공급 부족과 앵커 테넌트 수요가 지지

**오피스 임대차 활동 실적**




자료: CBRE

**2025년 상반기 주체별 임차 비중**

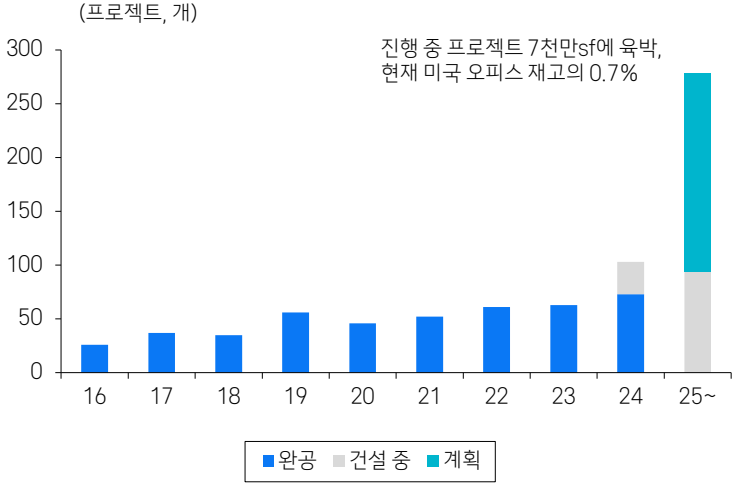



자료: Savills

# ① 오피스: 컨버전 활발

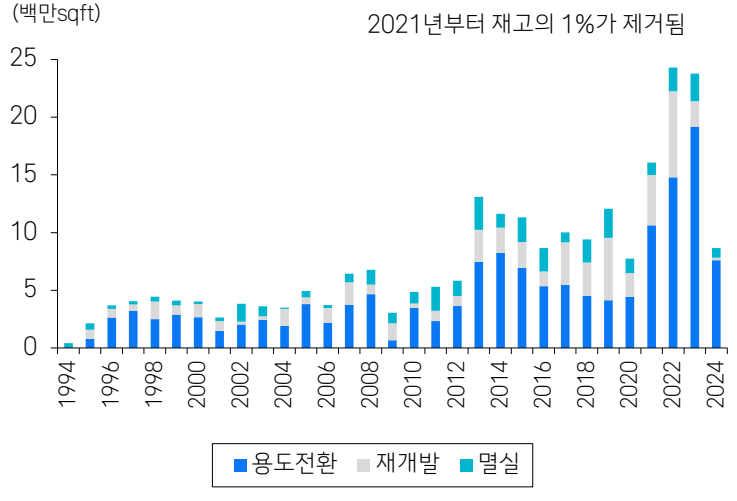
- 수급상 긍정적인 점은 오피스 멸실이 꾸준히 이뤄지고 있다는 점, 2021~2024년, 미 오피스 재고의 1%가 제거. 용도전환, 재개발, 자연 멸실 등
- 오피스 수요의 구조적 하락을 반영해 오피스 컨버전(용도 전환) 사례 증가. 2025년 기준 94건의 오피스가 용도전환 개발 중이며 185건은 계획 중
- 2026년은 본격적으로 NPL 증가 가능성. 오피스를 주거용이나 라이프사이언스 시설로 전환하는 움직임이 본격화될 것
- 이제 오피스 투자 전략은 Capital gain보다 배당 및 NAV할인율 축소를 주요 수익원으로 보는 접근으로 전환할 전망
- 에쿼티 투자는 높은 리스크 및 리턴을 고려해 코어자산보다 리포지셔닝(용도전환)을 목표로 한 밸류애드 전략 활성화 예상
- 대출 전략은 고금리 시기 압박이 심해진 오피스를 좋은 담보 위주로 선별해 구조화하는 방식으로 다운사이드 방어 예상
- 2026년 오피스 시장은 NPL 증가와 컨버전이 활발해질 전망, 2026년을 지나며 부실 정리, 가격 재조정 마무리 단계 예상

**오피스 컨버전 현황**




참고: 미국 오피스 재고는 100억sf로 추정(Costar기준)
자료: CBRE

**미국 오피스 멸실 추이**

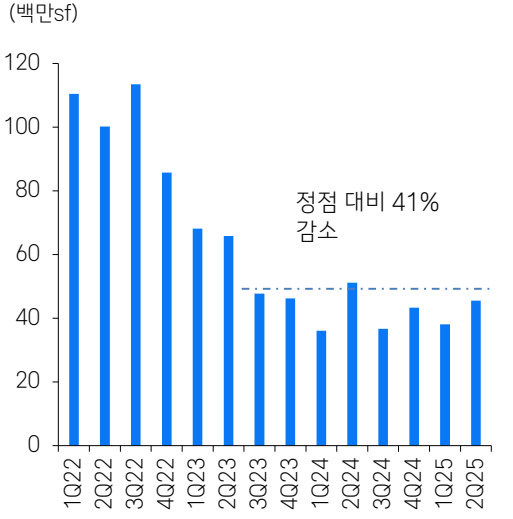



자료: JLL

# ② 산업용(물류센터): 수급 분석

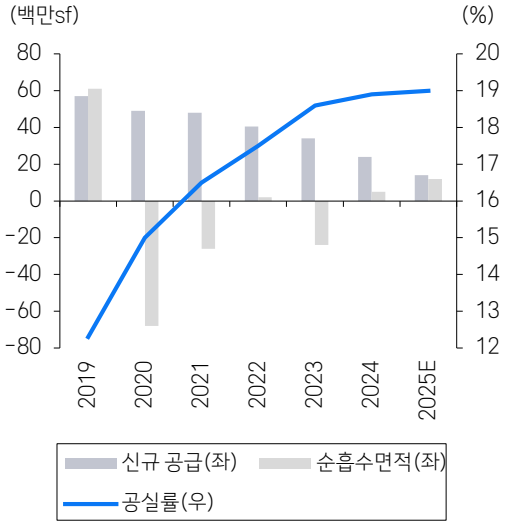
- 미국 부동산 공급은 전 섹터에서 하락세, 관세 정책이 이를 심화. 2025년 신규 공급량 급감, 13년 만의 최저(1,300만sf), 전년대비 37% 하락
- 2027년까지 공급 전망이 하향 조정되는 상황에서 물류센터는 가장 큰 공급 감소를 보이고 있어 자산 가격과 임대료에 긍정적 영향
- 최근 물류센터의 순흡수면적이 증가세이나 예상보다 낮은 수요 시사. 기업의 확장 지연, 보수적 고용, 관세정책 불확실성으로 공실은 공급 감소에도 불구 완만히 하락. 당초 2025년 하반기 공실 하락을 예상했으나 2026년 중반 정점 기록 후 하락 전망
- 장기 수요는 견조하나 2020년 이전 건설된 물류센터에서 대규모 퇴거 현상, 신축 선호(Flight to quality) 강화
  – 평균 임대료 상승률은 0.3~1.0%의 저성장 국면이나 2025년 말 이후 중기 평균으로 회귀 전망, 여기에 신축이 주도할 것

### 미국 물류센터 신규 착공



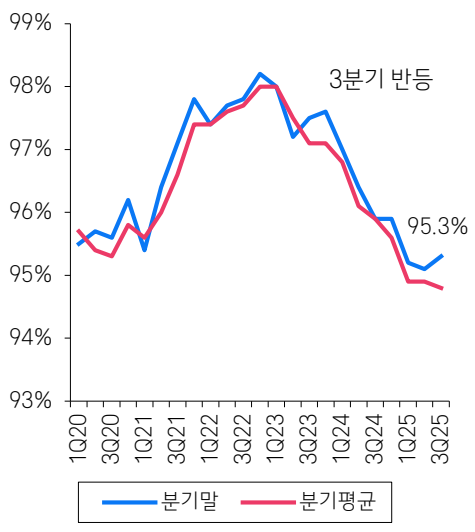

자료: CBRE

### 미국 물류센터 순흡수면적과 공급




자료: 프로로지스, 삼성증권

### 프로로지스, 3분기 말부터 임대율 반등

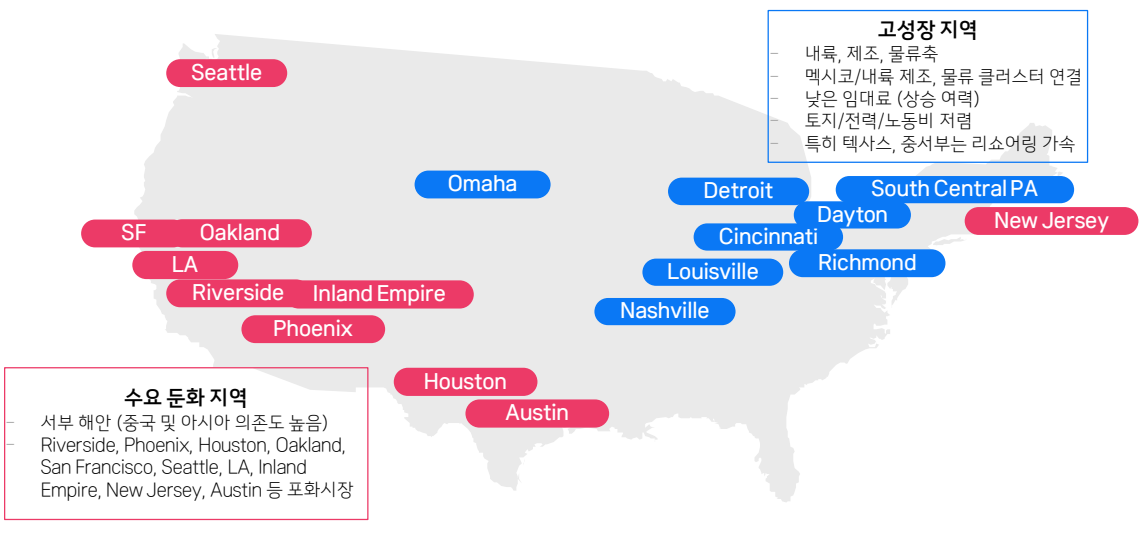



자료: 프로로지스, 삼성증권

# ② 물류센터: 관세정책 영향 완화

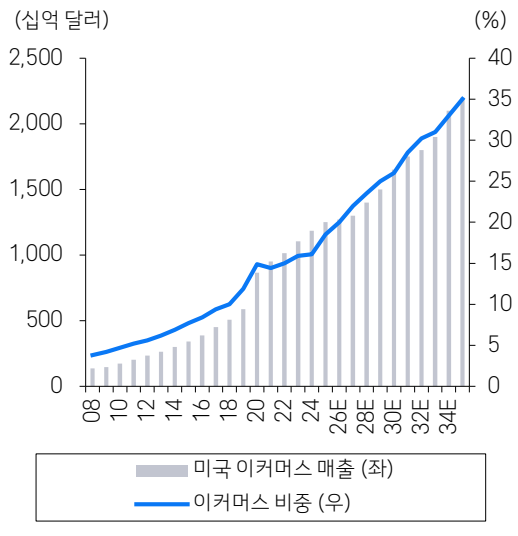
- 속도는 느리나 2026년부터 점차 수요 회복 예상. 관세정책으로 임차인의 글로벌 공급망 재편이 임차시장에 영향을 미쳤으나 불확실성 해소 중
- 관세정책으로 아시아 항구 → 서해안으로 선적되는 컨테이너 가격은 6월 이후 60% 하락하며 수입 감소의 영향이 반영되기 시작
  – 관세정책에 최대 취약지역은 서부 게이트웨이. 이 의존도가 서서히 줄고 동/걸프/선벨트/국경 경계의 물류센터 임차 비중 상승 예상
- 그러나 미 물류 수요의 15%만이 글로벌 무역과 직접적 연관. 75%는 미국 내 소비자 배송용이며 주요 대도시권 수요 기반
  – 이커머스 보급률, 현재 24%→ 2030년 30%로 예상, 이는 1억 sf 의 물류 수요 창출, 과도했던 이커머스 붐은 끝났어도 정상화된 높은 수요 유지
- 기업들은 BTS(맞춤형 개발) 구축 추세, 제조업의 온쇼어링 및 니어쇼어링으로 특수 제조시설 및 첨단 물류 수요 중심
  – 상대적 수혜 지역은 멕시코 접경, 내륙 제조축 도시. 연결성과 비용 효율성이 중요해졌기 때문
- Cap rate 정점 직후가 사이클상 upside가 높은 시기. 저평가된 지역 중심으로 2026년 거래 증가 전망, 상대적으로 대출 부실이 낮다는 점도 긍정적

**관세정책 이후 임대료 반등 예상 지역: 게이트웨이 지역에서 내수 및 니어쇼어링 지역으로 관심 이동**




자료: 삼성증권

**미국 리테일 판매에서 이커머스 비중**

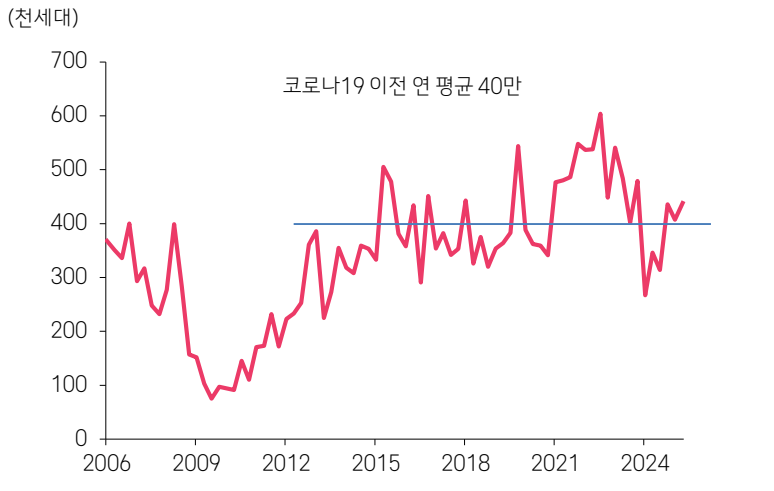



자료: FRED, 삼성증권

# ③ 멀티패밀리: 수급 분석

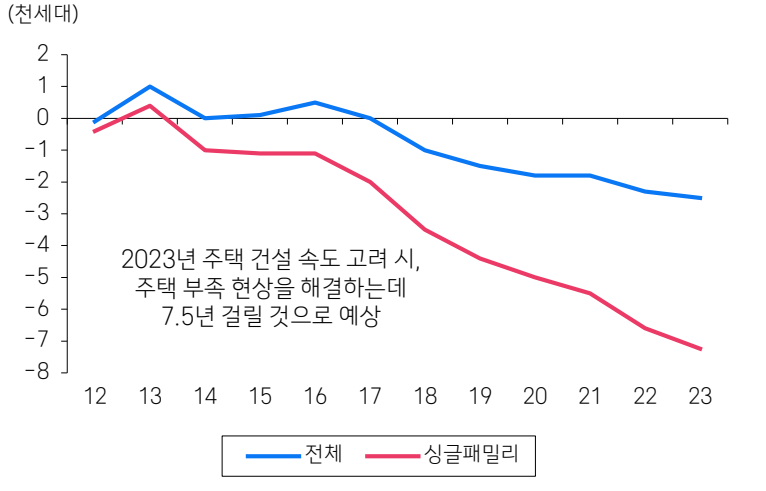
- 멀티패밀리 수요는 인구 증가와 공급 부족으로 강세. 금융위기 이후 주택 부족으로 60만 가구의 아파트 부족 현상, 2035년까지 430만가구 건설이 필요
- 2023년의 공급 속도를 유지한다고 가정해도 수급 균형을 위해서는 7.5년 소요, 그러나 최근 공급 여건은 더욱 악화
- 2023~2025년 멀티패밀리 착공은 과거 평균의 40% 이상 감소. 코로나19를 기점으로 공급이 급증한 선벨트 지역도 완공 물량이 2026년부터 감소 – 뉴욕, 보스턴, 시카고 등 재고 증가율이 연 1~2%에 불과한 일부 상위 시장은 공급 부족 표면화, 북동부/중서부 중심으로 임대료 상승 압력 시작
  2024년 4분기부터 연간 순흡수가 공급을 상회하기 시작, 2022년 1분기 이후 처음. 공실은 2025년 들어 8%대로 안정화 추세
- 리스크는 수요 약세 동인 발생. 2년간 600만명의 이민자가 유입되었던 이민 붐이 종료되고 강경한 이민자 정책으로 이민자 비중이 높은 시장은 영향
- 멀티패밀리도 지리적 편차가 큼. 2025년 들어 샌프란시스코는 최대의 반전을 보인 도시. 연 흡수량은 지난 10년간 최대 수준, AI 분야 채용에 의한 것

**미국 멀티패밀리 착공**




자료: Bloomberg, 삼성증권

**미국의 누적적 주택 공급 부족 현상**

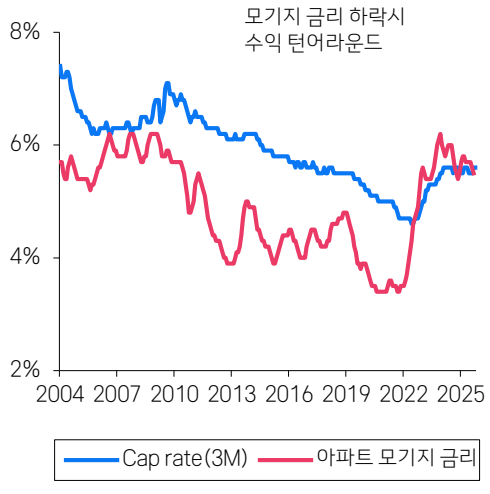



자료: Realtor, 삼성증권

# ③ 멀티패밀리: NOI 바닥 구간

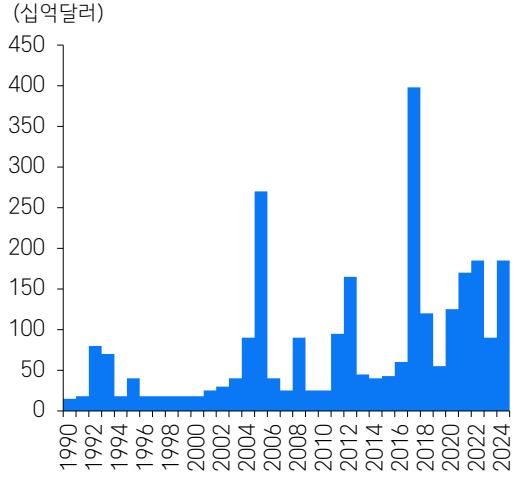
- 높은 수요에도 멀티패밀리의 대출 부실 표면화 이유는 건설비용, 보험료, 금리 영향으로 NOI가 압박을 받고 있기 때문
- 금리를 반영해 cap rate는 상승, 만약 10년물 금리가 4%대 미만으로 유의미하게 하락한다면 멀티패밀리의 cap rate는 재조정, 가격 상승 예상
- 임대료는 2024년 말이 바닥이었으며 2025년 (+) 전환했으나 미약. 5년 평균 임대료 성장률은 2%대 후반~3%대 초반으로 개선될 전망
- 최대 변수이던 비용 요인 완화. 더불어 에너지 스타인증 건물은 에너지 사용량이 35% 감소한 것으로 나타나 비용 절감과 ESG 자본 유치에 영향을 줄 전망
- 그러나 대형 자연재해 발생 건수와 비용이 증가하고 있음은 리스크

**아파트 Cap rate와 모기지 금리**



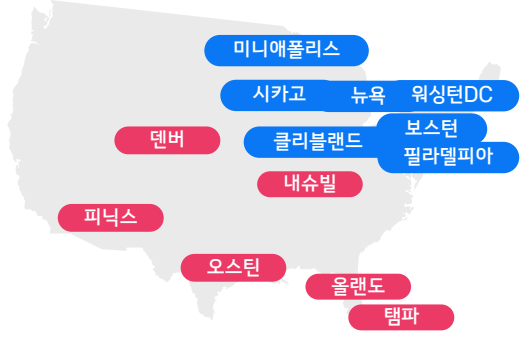

자료: Bloomberg, MSCI RCA, 삼성증권

**재난 이벤트 증가**




자료: NOAA National centers for Environmental information

**지역별 임대료 상승 가능 지역**

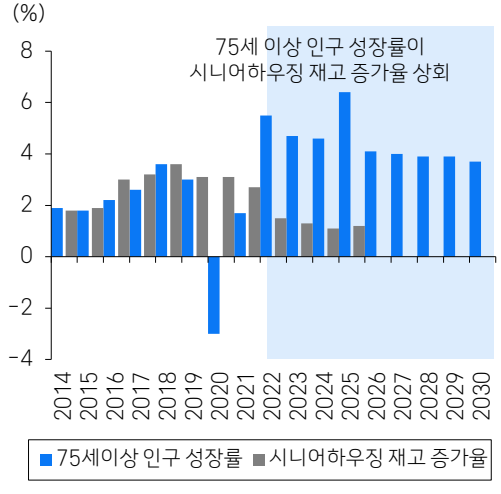



자료: 삼성증권

# ④ 시니어하우징: 확신의 자산

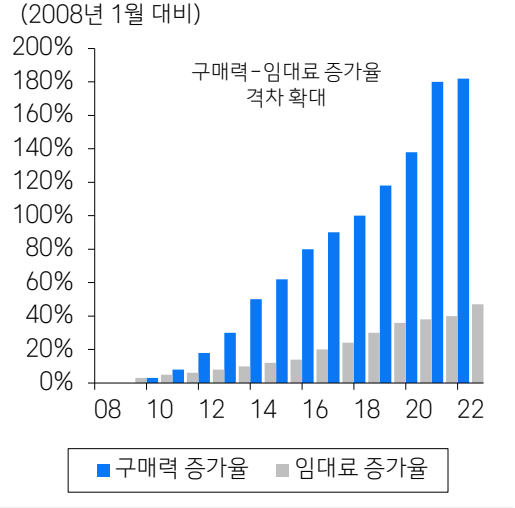
- 주거 섹터 내 시니어 하우징의 수요 초과 현상 장기화. 인구 구조(베이비부머가 75세 이상 연령 진입)와 수급 불균형에서 투자 기회 풍부
- 75세 이상 인구는 2030년까지 400만명 이상, 연평균 4%씩 증가하는 반면 시니어하우징 공급 증가율은 연평균 1% 미만, 2006년 이후 최저치
- 임대료 상승에도 불구, 시니어 하우징 임대료를 감당할 수 있는 시니어 하우징 비율은 역사적으로 높은 수준 , 소득과 가계자산 증가 영향
- 지난 2년간 인플레이션 완화로 시니어하우징의 인건비 완화도 긍정적
- 미국은 시니어하우징, 유럽은 학생 기숙사가 가장 성장성 높은 자산군으로 인식될 것

**시니어하우징 공급 수요 불균형**



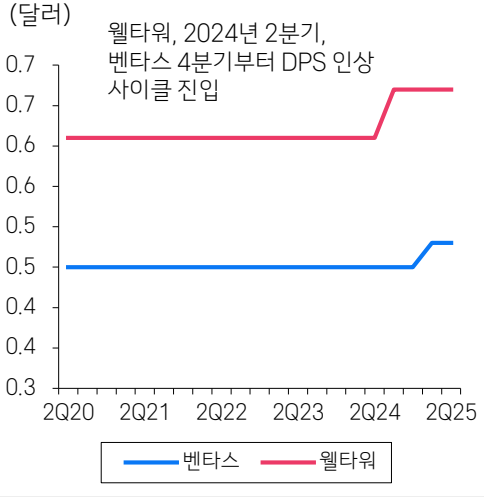

자료: NIC, 삼성증권

**시니어의 구매력과 시니어 하우징 임대료 증가율**




자료: Organization For Economic Co-operation and Development; Our World in Data

**대표 헬스케어리츠인 2개사의 DPS 인상 시작**

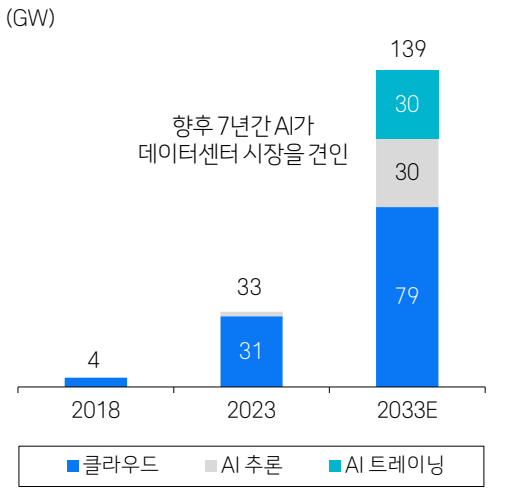



자료: 웰타워, 벤타스, 삼성증권

# ⑤ 데이터센터: 공급 사이클 시작

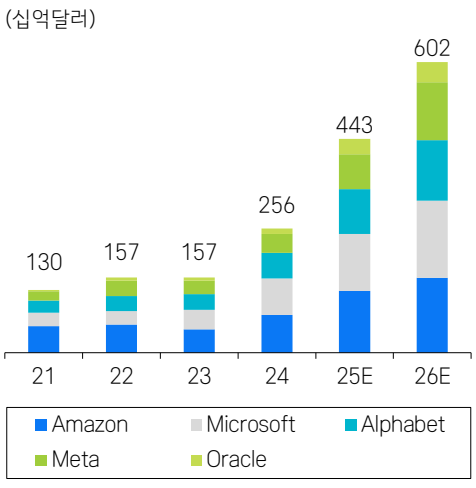
- 데이터센터는 최대의 건설 호황기. 완공 전 사전 임대 완료 사례가 증가하고 있음. 범용 코로케이션보다 AI전용 데이터센터 건설 사이클 영향
- 2025년 상반기 공실률은 1.6%로 역대 최저. 이는 임대료 상승 압력. 250-500kw 기준 평균 임대료는 200달러/kw까지 상승 예상(2013년의 2배) – 임대료가 200달러를 넘기며 구조적 레벨업을 시사. 극심한 수요 초과 현상. 사전 임대비율도 2020~2024년 60~80%에서 2025년 80%로 상승
- 미국 내 건설중인 파이프라인은 전년 대비 3GW 증가한 6.4GW. 그러나 전력 인입과 자재 부족, 공사 지연으로 파이프라인 상태 장기화 경향
- 개발원가가 상승했지만 임대료는 더욱 빨리 상승해 yield에 문제는 없으나 착공 지연이 최종 IRR 하락 요인. 전력 부족이 최대 리스크로 부상

**글로벌 하이퍼스케일 데이터센터 용량 전망**



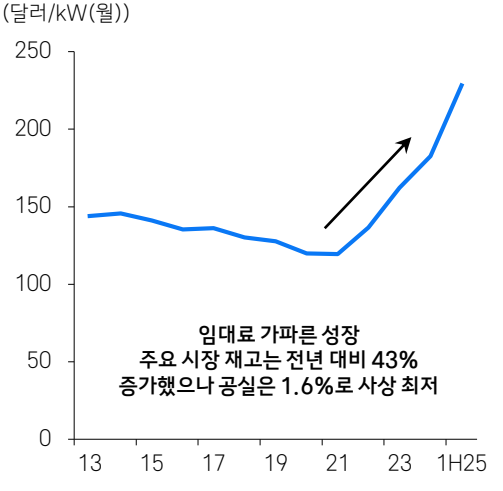

자료: Brookfield, 삼성증권

**주요 CSP의 데이터센터 투자액**




자료: 각사, 삼성증권

**미국 데이터센터 임대료**

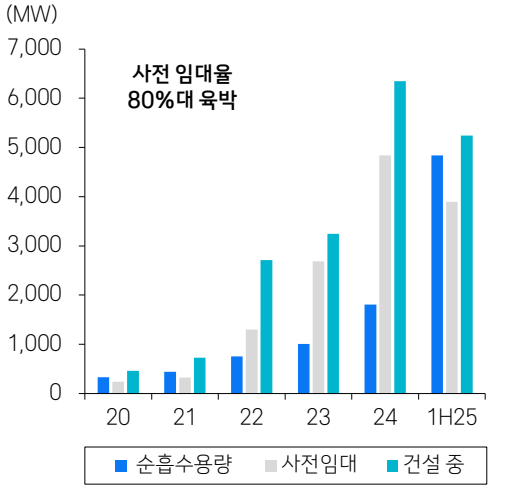



자료: 디지털리얼티, CBRE

# ⑤ 데이터센터: 전력 부족이 최대 리스크

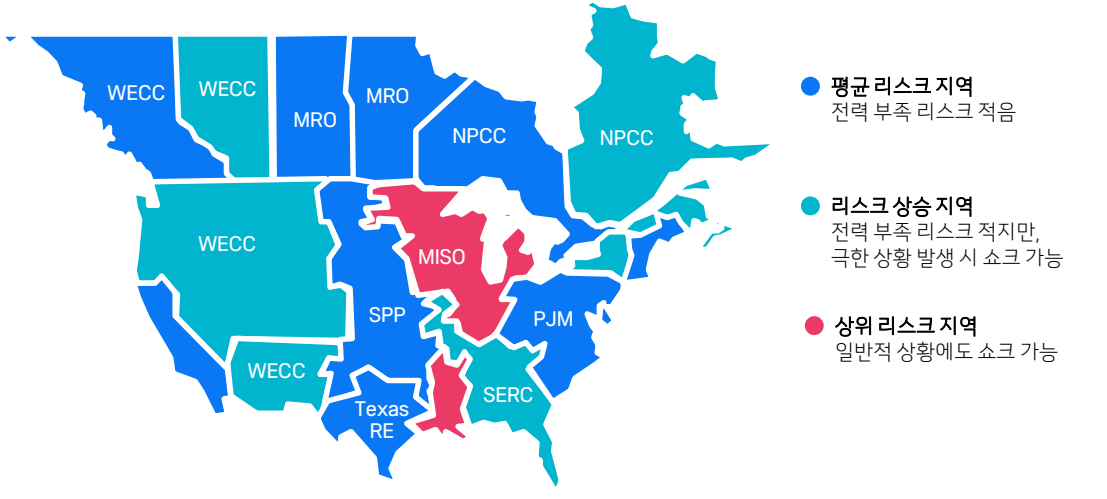
- 전력 공급망 안정성이 데이터센터의 핵심 투자 변수로 부상. 향후 10년간 북미의 절반 이상이 전력 부족 위험 지역이 될 가능성
- 데이터센터 개발 및 투자에 핵심 요인은 전력, 토지, 정책 인센티브. 이제 메인 시장은 기존의 1차 시장에서 전력이 가능한 2차 신흥시장으로 전환 중
  - Primary(1차) 시장: 실리콘밸리, 힐스버로, DFW 등. 토지/전력 인허가 지연, 규제 강화로 진입장벽 상승, 기존 자산 가치 상승
  - Secondary(2차) 시장: 오스틴-샌안토니오, 샤롯데 등. 전력 조달 기간이 짧고 토지비가 싼 곳. 하이퍼스케일러가 분산 전략을 위해 데이터센터 구축
- 데이터센터의 에쿼티 투자 시, 개발 및 JV 형태로 전력 및 부지 확보가 핵심
- 대출 전략 투자 시 공사 지연 리스크를 감당할 수 있는 충분한 에쿼티 버퍼 확보가 중요해질 전망

**미국 건설 중 데이터센터 용량**




자료: CBRE

**미국 내 에너지 부족 리스크 지역**

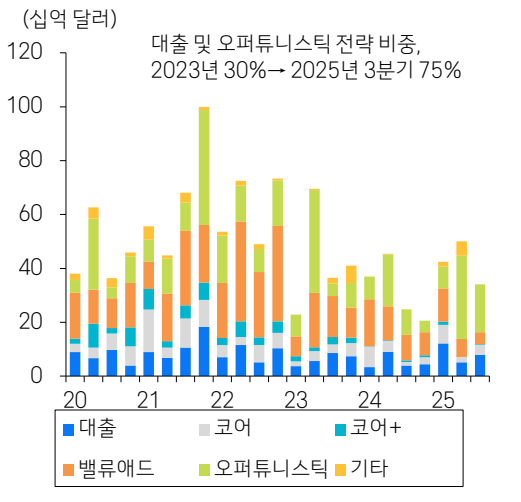



자료: EIA, 삼성증권

# 투자 전략: 대출 전략과 신성장 섹터 선호

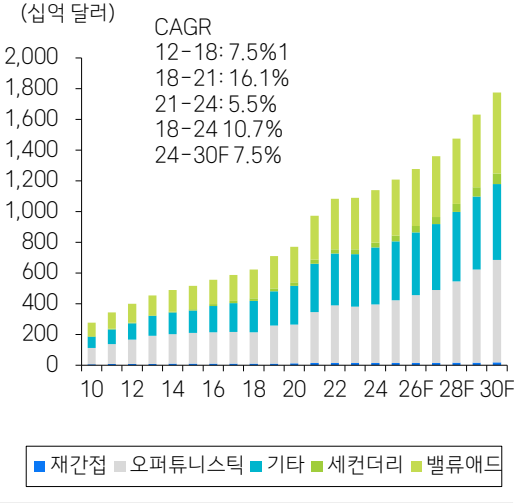
- 주요 기관의 포트폴리오에서 부동산의 비중 확대 가능성은 낮음, 최근 수익률 극대화를 위한 밸류애드 및 오퍼튜니스틱 투자에 집중
- 신규 매매거래는 감소세가 지속될 전망이므로 에쿼티 투자를 통한 자산 매입보다 대출 투자로 기존 자산을 재구조화하는 전략 기회가 늘어날 전망
- 2026년 유망 미국 부동산 투자 전략은 대출 전략으로 제시. ① 2026년까지 CRE 대출 만기 집중으로 투자 기회 확대,
  ② 대출 주체가 다양화되며 대주에게 비교적 유리한 조건으로 구조화 가능성, ③ 금리 정점 확인으로 이자수익은 큰 변화가 없이도 리스크 하락
- 금리 안정기인 2026년은 대출 수익률은 유지되며 변동성이 낮아지는 구간, 금리 급등기는 수익률은 높을지라도 변동성이 확대되므로 대출전략에 부정적
  - 스프레드는 채권 대비 매력적. 선순위 사모대출은 일반 기업채 대비 수익률 우위, 보수적인 LTV와 구조적 보호 장치에 의해 하방 방어
  - 금리가 유의미하게 하락 시, 멀티패밀리 대출 안정성 부각 전망. 패니메이 등 GSE는 멀티패밀리 대출의 40%를 차지하며 시장 안정성에 기여
- 유망 섹터는 구조적 수요 증가, 과거 대출 부실 리스크가 적은 신성장 섹터인 데이터센터, 시니어 하우징과 주거용 섹터

**글로벌 부동산 펀드 자금조달- 대출 및 오퍼튜니스틱**



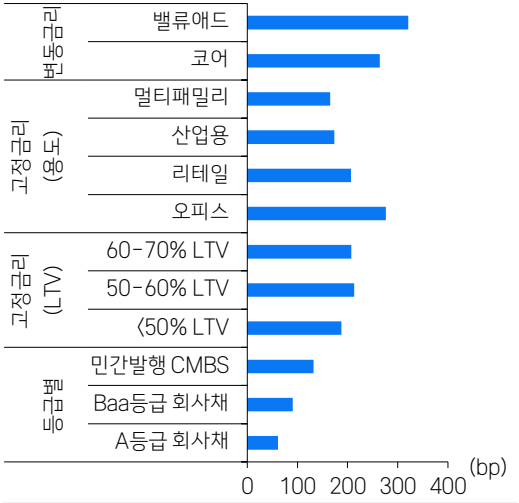

참고: 2025년은 3분기까지 수치
자료: Preqin, 삼성증권

**미국 부동산 사모펀드 AUM 전망**




자료: Preqin, 삼성증권

**부동산 대출 스프레드 비교**

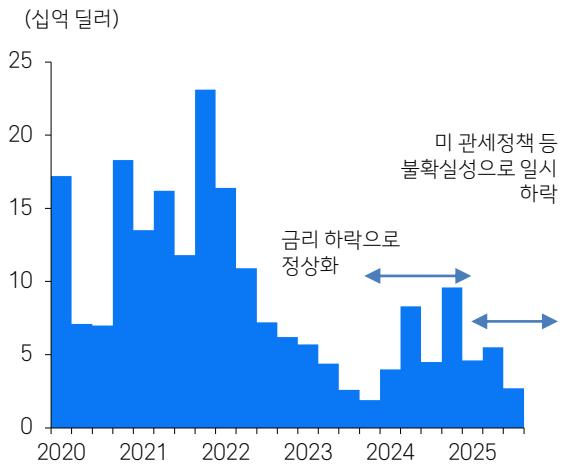



자료: Bloomberg, Cushman&Wakefield, 삼성증권

# 거래 시장: 정상화 단계

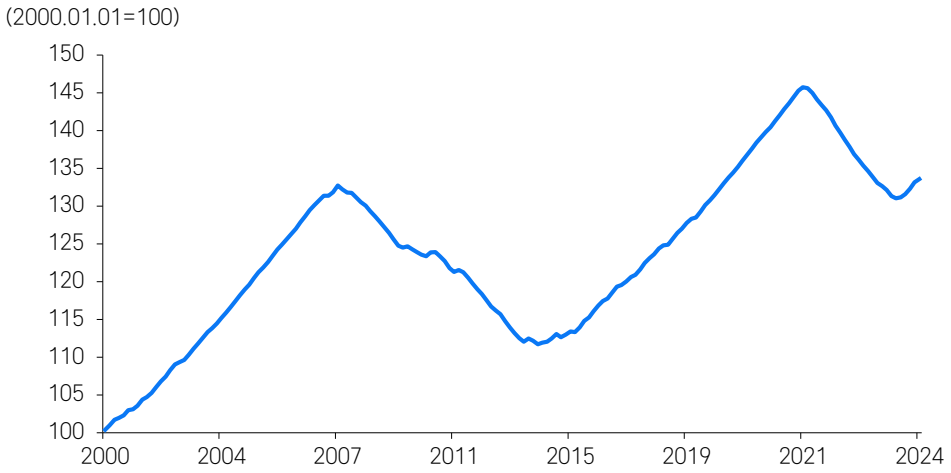
- 유럽 부동산 가격은 글로벌 금융위기와 유사한 수준의 가격 조정 이벤트를 경험한 이후 2024년부터 안정화 추세
- 가격 안정화와 함께 2024년 4분기부터 거래액 반등, 2025년 하반기 미국 정책 리스크로 미국 투자자 이탈로 일시적 위축되었으나 최근 대형 거래 발표
- 유럽은 금리 하락의 혜택으로 부동산 안정화 속도가 비교적 빠름, 대부분의 섹터에서 긍정적인 레버리지 효과가 가능해짐
  - 현재 선순위 대출 금리 4% 내외로 2023년 고점 대비 200bp 내외 하락
- 2025년 상반기 유럽 중심의 부동산 펀드들은 강한 자금조달 실적을 보임. 205억 달러를 모집하며 2020년 이후 가장 높은 수준, 거래량 증가 예상
- 낮은 신규 공급으로 점차 임대료 성장세가 견고해지고 있음. 그러나 섹터별 편차는 여전히 극심. 주거용 부동산과 우량 물류센터에 국한된 임대료 상승

**유럽 사모 부동산 펀드 거래액**




참고: 리츠, 기업간 인수 합병 등 배제, 사모펀드 기준
자료: Preqin, 삼성증권

**유럽 부동산 가격 지수**

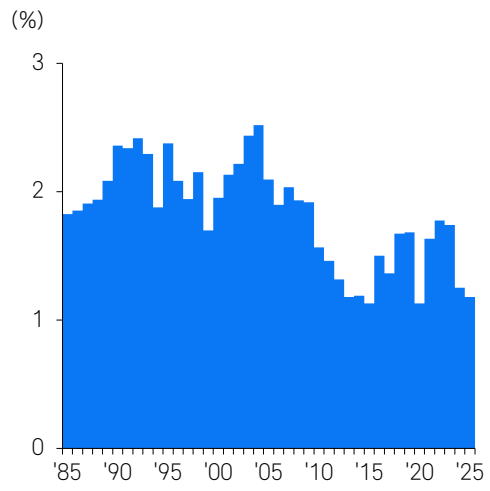



자료: MSCI RCA, Bank for International Settlements, 삼성증권

# 수급: 공급 부족 심화

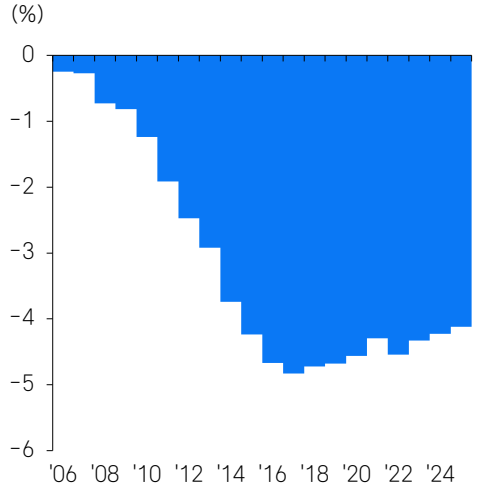
- 공급 부족이 심화되며 주요 섹터에서 임대료 회복 중. 건설비용 급등, 금리 부담으로 개발이 다수 취소되거나 지연된 영향
- 프로젝트 취소는 2023~2024년 급증하며 2025년부터 공급 부족 예고. 특히 주거난 심화. 아파트 임대료는 소득 증가와 공급 부족으로 가장 상승폭 큼
- 물류센터는 지역별/상품별 차별화. 수요 기반은 견조하나 공실이 여전하고 이미 임대료 부담이 큰 상황이라 추가 상승 여력 제한적
  - 핵심 물류허브인 네덜란드, 독일 라인-루르, 프랑스 일부 등 일부 지역은 공급 제한으로 임대료 상승 압력
- 오피스는 2025년까지 공급이 있었으나 2026~2027년 완공은 크게 감소할 것, 유럽 내 프라임 오피스가 희소해지며 B급 이하 자산과 격차 확대
- 수급 요건 고려 시 선호되는 지역은 유럽 CBD 오피스, 런던과 파리의 리테일, 이탈리아 물류센터, 독일의 아파트 등

**유럽 전체 부동산의 순 공급량, 재고 대비 비중**



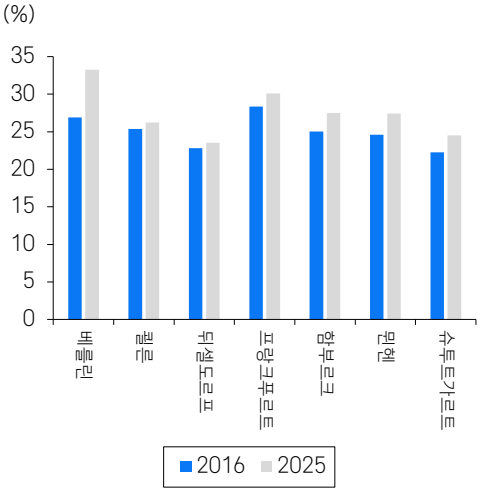

참고: 2025년 11월 기준
자료: PMA, 삼성증권

**유럽 주택 공급 부족(총 세대 대비 부족 비중)**




참고: 2025년 11월 기준
자료: Eurostat, 삼성증권

**가처분소득 대비 임대료 부담 상위 도시**

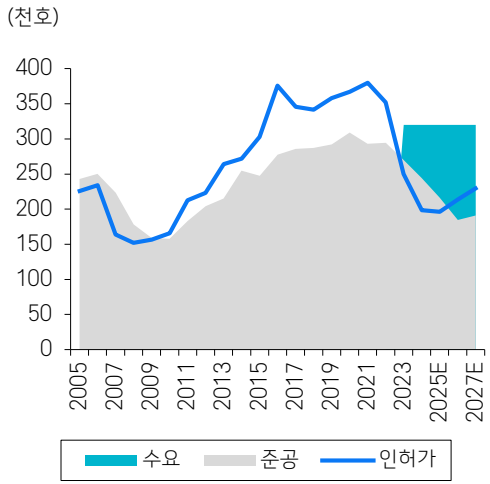



자료: CBRE, 삼성증권

# 주택시장: 주거난

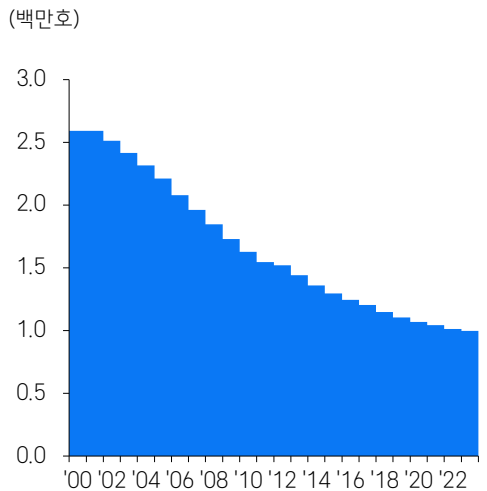
- 공급 부족과 수요 증가로 유럽의 주거 섹터는 확장 사이클 진입. 건설비 상승으로 신규 착공은 예상을 크게 하회
- 유럽 전역에서 주택가격과 월세가 소득보다 빨리 상승하며 주거 비용이 사회적 이슈로 확산. 사회주택 공급 축소도 주거난에 영향을 줌
- 독일은 다수의 주요 도시에서 주택공급 부족 직면, 이전 정부의 연 40만세대 신규 공급 목표는 미달성, 2024년 25만세대만 완공돼 2010년 이후 최저
  - 구조적 공급 부족과 이민(우크라이나, 시리아), 도시 집중 현상으로 2026년 임대료 상승 압력. 기관투자자에게 선호될 전망
  - 2015년 이후 대도시 임대료는 최대 50% 급등 이에 대비해 독일 정부는 건설 승인을 가속화하기 위한 촉진 계획 발표, 이에 따라 개발비용 절감 예상
  - 독일은 2024년부터 연 3~4%대의 임대료 상승이 예상돼 가장 NOI 상승폭이 클 국가
- 영국 역시 주거 시장의 성장 여력이 높음. 유럽에서 인구당 주택 수가 두번째로 적은 국가, 전국 650만채의 주택 부족

**독일의 임대주택 수요와 공급**



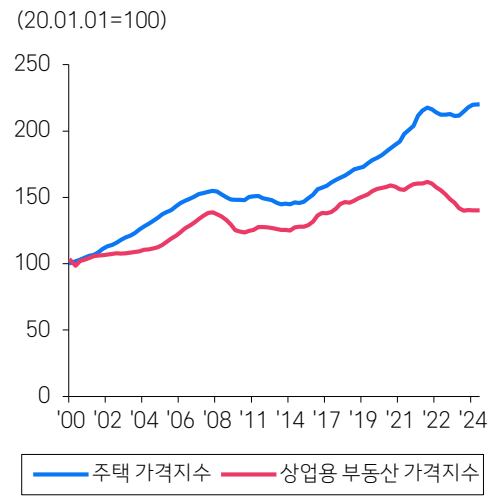

참고: 2025년 7월 조사 기준
자료: BBSR, 삼성증권

**독일 사회주택 재고**




참고: 2025년 7월 조사 기준
자료: BMWSM.bund, 삼성증권

**유럽 주택가격과 상업용 부동산 가격 지수 비교**

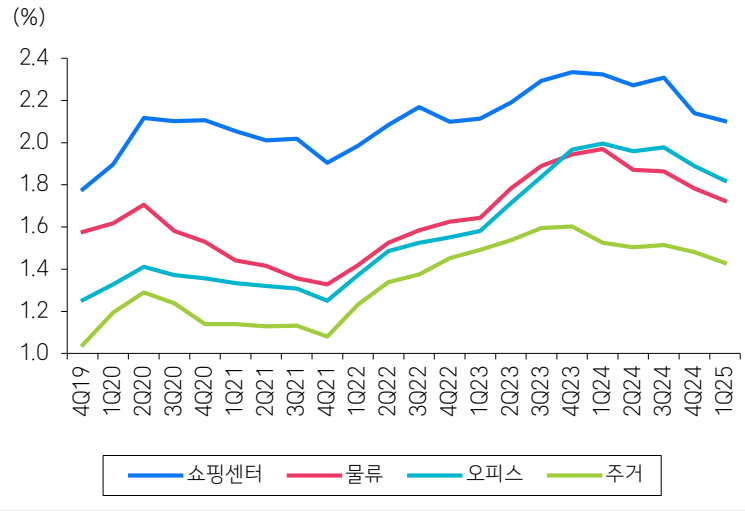



참고: 19개 유로존 기준
자료: Statista, 삼성증권

# 대출시장: 완화적으로 전환하는 LTV

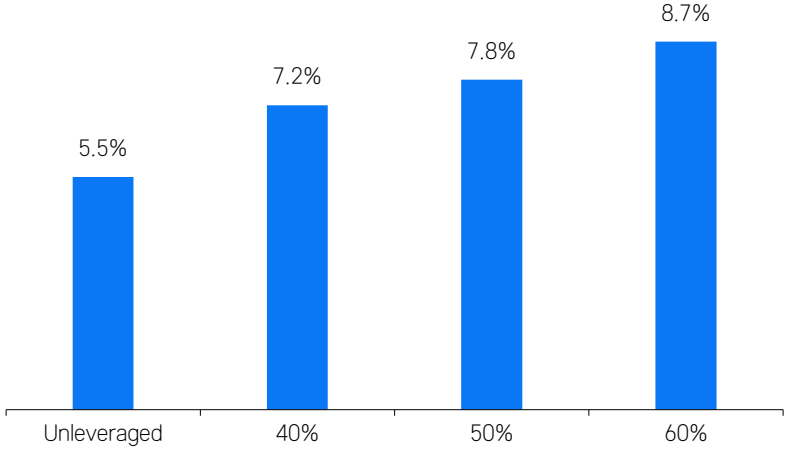
- EU은행의 NPL 중 CRE 비율은 2024년 말 4.1%로 시스템 리스크 수준은 아님. 은행이 CRE 대출을 축소하고 있어 유럽도 사모신용 발달
- 2025년 유럽 CRE 시장은 부실 대출 구조조정 및 거래가 본격화되는 전환점이 될 전망, 최근 독일의 고레버리지 프로젝트에서 NPL 거래 증가 신호
- 대출 스프레드는 팬데믹 이전보다 여전히 높지만 2024년 초 정점에서 하향 추세. LTV는 보수적 수준이나 최근 자산가치 안정으로 조금씩 상승, 완화
  - 영국은 기존의 50~55%에서 60%로, 유럽 핵심 지역은 50%에서 55%까지 상승. 주로 주거용과 물류센터에서 LTV 완화 추세
  - 단, 약정(covenant)와 DSCR은 과거보다 크게 엄격해짐. 즉 대주에게 유리한 대출 조건이 많아 투자 기회로 검토
- 2024년까지 대출시장은 리파이낸싱 거래에 집중되었으나 2025년 들어 기회가 다양해짐. 사모신용의 역할이 커지고 금융 구조화 발달의 영향
- 유럽은 미국 대비 공급이 제한적이고 리스크는 낮지만 성장성 역시 제한적. 금리의 정점에 안정적 포트폴리오 배분 차원에서 대출 전략 중심의 접근

**자산별 선순위 대출 스프레드**




참고: 2025년 6월 기준
자료: DWS, Chatham

**LTV에 따른 total return 변화율**

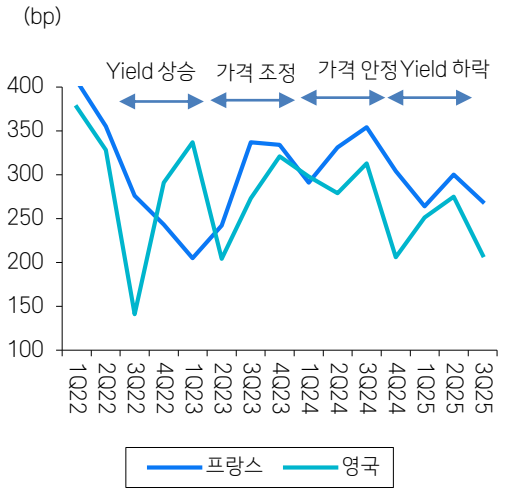



자료: Preqin, 삼성증권

# 투자 전략: 주거용 섹터 선호, 안정성이 핵심

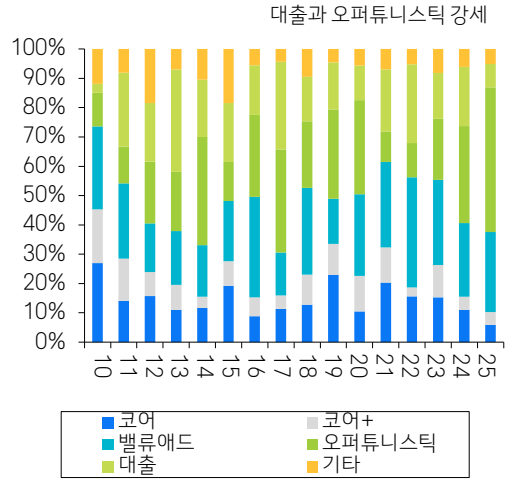
- 2025년 상반기 유럽 사모부동산 펀드는 오퍼튜니스틱 전략 중심으로 자금모집 증가. 밸류애드가 주도했던 2021~2023년과 다른 점
- 임대료 성장, 공실 낮은 코어 자산 가치 하락으로 재조정된 가격에 자산을 매입하고 레버리지 효과 활용은 안정적인 유럽 부동산에 적합
  - 특히 수급 불균형이 심한 주거 섹터 중, 주로 기숙사 자산에 오퍼튜니스틱 전략 활용도 상승
  - Yield 하락 추세이므로 부동산 가격 재조정이 끝나고 수익 여력 상승
- 유럽 상업용 부동산 거래에서 오피스 비중이 급락하는 대신 니치섹터 급등. 여기에는 PBSA(기숙사), 시니어하우징 등이 포함됨
- 2026년 유럽 부동산 투자 전략은 섹터는 주거용, 하위 전략은 대출이 유망. 유럽의 대도시 부동산 시장은 유동성과 투명성의 장점

**국고채 금리와 cap rate 스프레드**



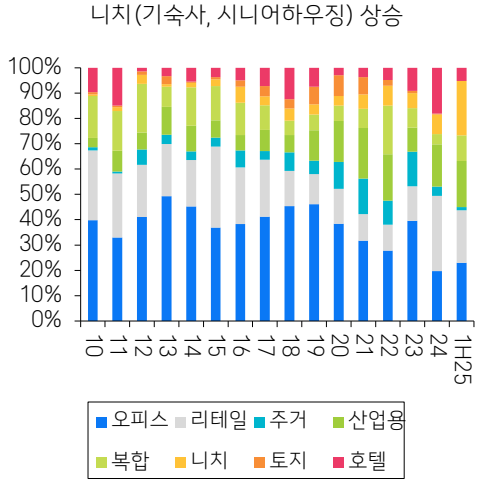

자료:MSCI RCA, 삼성증권

**유럽 부동산 펀드 자금 모집에서 전략별 비중**




자료: Preqin, 삼성증권

**유럽 상업용 부동산 거래에서 오피스 비중 급락**




자료: Preqin, 삼성증권

PART
# 05 이슈 분석

# EXECUTIVE SUMMARY

| | |
|---|---|
| 세컨더리 전략 | • 세컨더리 시장은 고금리를 거치며 더욱 빠르게 성장, 사모대체 시장 내 대안적 전략에서 유동성과 재투자의 주요 전략으로 부상<br>• 공급자와 수요자 증가로 세컨더리 시장의 밸류에이션은 정상화 단계. 평균 가격은 NAV의 90%까지 상승해 2021년 이후 최고 수준<br>• 세컨더리  펀드의 부실화 사례도 나타나며 최근 SEC는 GP 주도의 거래에 대한 규제 강화 방안 발표, 적절한 리스크 관리 기준 수립 필요<br>• 그럼에도 주기적인 DPI와 분산효과를 중시하는 방향으로 사모대체 시장이 전환하며 세컨더리는 높은 성장 잠재력 |
| 가상자산 | • 2026년 비트코인은 사이클에 따라 조정장이 전개될 것으로 보이나 제도권 편입 강화로 조정 강도는 예년에 비해 완만하게 나타날 것<br>• 2026년 이더리움은 비트코인에 종속되던 흐름을 벗어나, 독자적 지위를 바탕으로 크립토 시장을 이끌 것<br>• 스테이블 코인은 규제 명확성이 확보된 이후, 2026년 하반기부터 실제 사용 서비스 도입 전망 |
| ESG | • 글로벌 대체 ESG 펀드로의 자금 유입 흐름은 둔화되는 상황이나, 기후 관련 PE AUM은 완만한 성장세 전망<br>• ESG 요소가 엑시트 시점에서 멀티플 상승에 영향을 미친다는 인식 증가로 GP는 가치 창출 전략으로 ESG 통합 확대<br>• 최근 탄소 다배출 업종 대상의 투자를 배제하기 보다 녹색으로 전환(Transition)하도록 투자를 유도 하는 "전환 금융"이 정책적으로 부상 |

자료: 삼성증권

1) 세컨더리

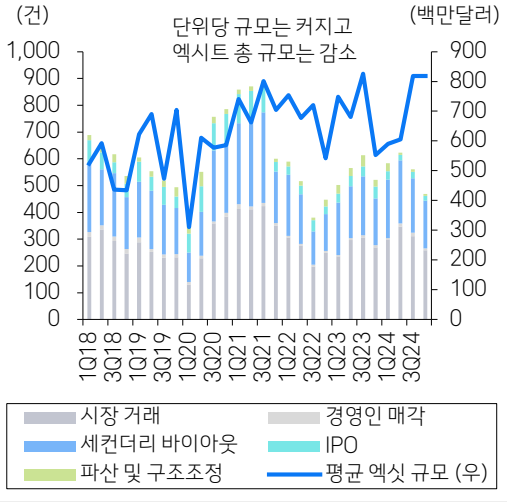
# 성장의 배경: 엑시트 환경 변화

▶ **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**

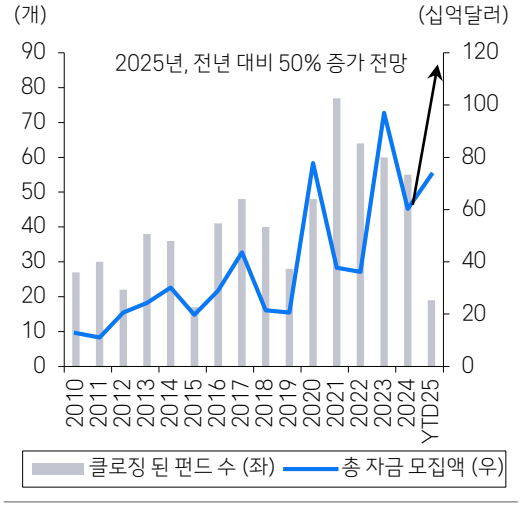
- 엑시트 실적은 2020년 이후 지속 감소. 엑시트에서 세컨더리 거래 비중은 증가하는 반면 IPO 비중은 감소하며 엑시트 구조의 근본적 변화 단계
- 투자자들은 ① 유동성 확보, ② 프라이머리 펀드 대비 높은 DPI의 유인으로 세컨더리를 선호하기 시작
- 2017~2023년 PE 프라이머리 투자의 IRR은 세컨더리 대비 1.5%p 높은 IRR을 보였으나 2023~2029년 세컨더리가 0.9%p 높을 전망(preqin)
- 2025년 상반기, 글로벌 세컨더리 시장은 역대 최대 거래액인 1,303억 달러를 기록하며 전년 대비 51% 증가

**바이아웃 펀드의 엑시트 실적**



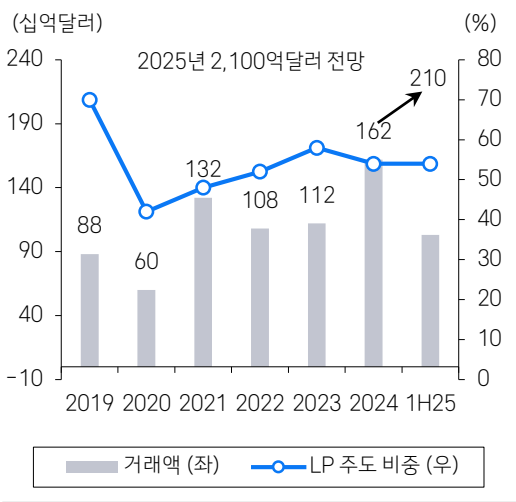

자료: Preqin, 삼성증권

**글로벌 세컨더리 자금 모집액**




참고: 2025년은 상반기 기준
자료: Preqin, 삼성증권

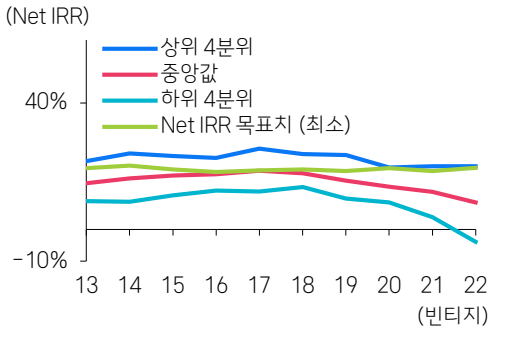
**연도별 세컨더리 거래액**



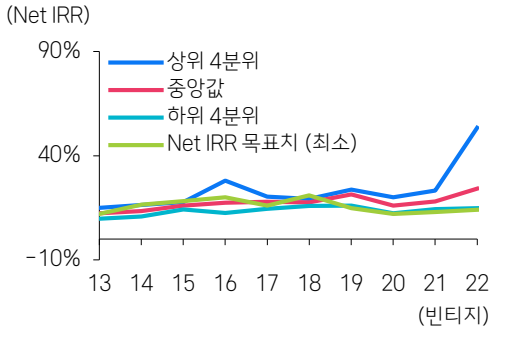

자료: Jefferies, 삼성증권

# 성장의 배경: IRR보다 DPI

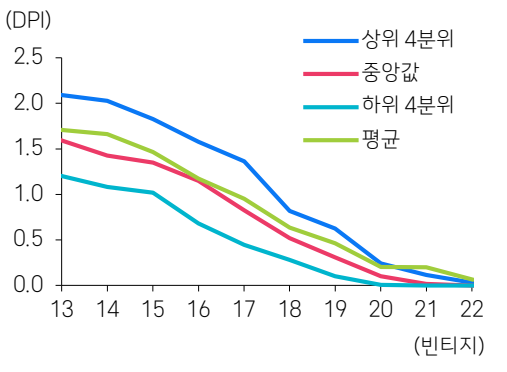
### PE 프라이머리의 IRR은 편차



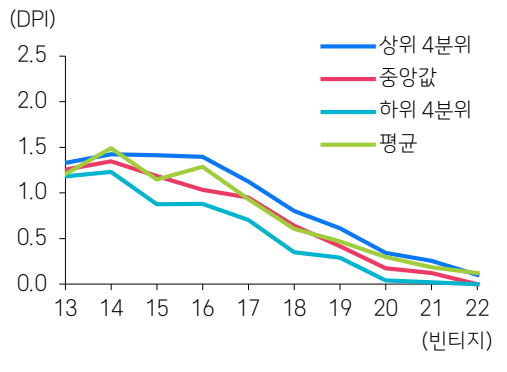

### 세컨더리의 편차는 좁고 목표치에 근접




### 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

1) 세컨더리

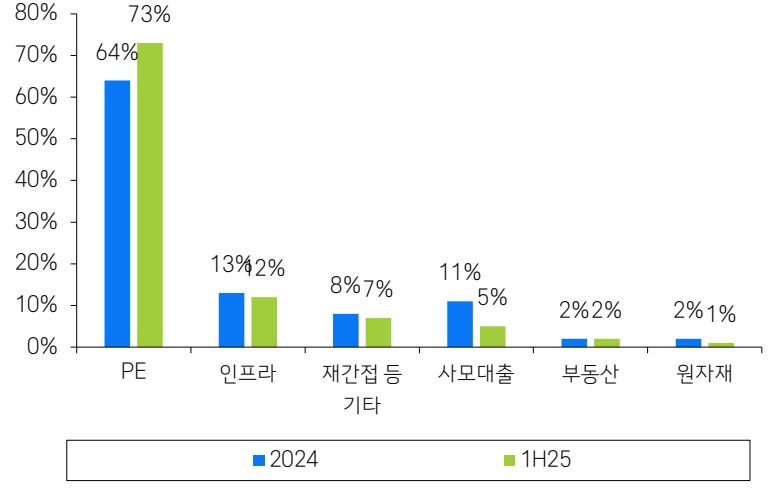
# LP 주도 거래: 공급 증가

- 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**

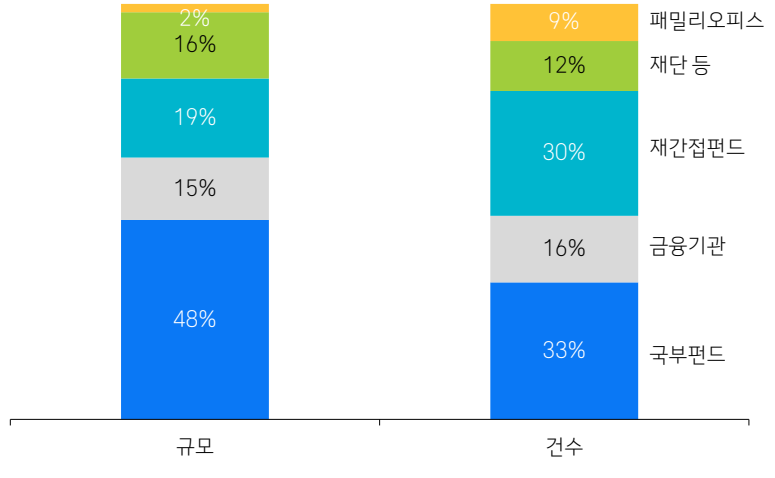
- 2026년 기금의 초과 세금(excise tax)인상 가능성이 발표되며 이익 실현을 앞당기려는 미국 대학기금의 PE 지분 매도 증가.
  그 결과 상반기 대학기금과 재단의 거래 비중은 LP주도 거래의 16%를 차지, 2024년 상반기 7%에서 급증. 세컨더리 전략 투자에 우호적 환경
- **전통적인 IPO, M&A를 통한 엑시트 어려움은 LP 매도(공급)을 촉진, 동시에 다변화된 세컨더리 수요가 이를 받아주며 시장 확대**

## GP 주도의 세컨더리 거래액에서 전략별 비중




자료: Campbell Lutyens

## 세컨더리 시장 내 LP 매도자별 비중



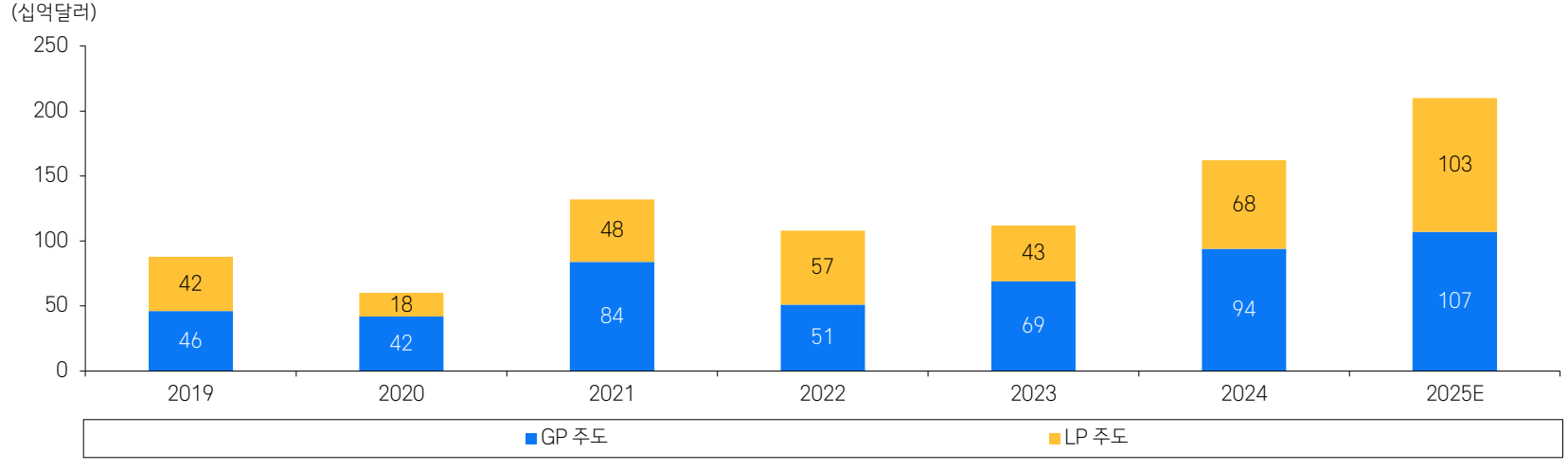

자료: Jefferies

1) 세컨더리

# 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

1) 세컨더리

# CV(Continuation vehicle): GP 주도 시장의 주류

▶ **컨티뉴에이션 펀드(Continuation vehicle), GP 주도 시장에서 주류로**

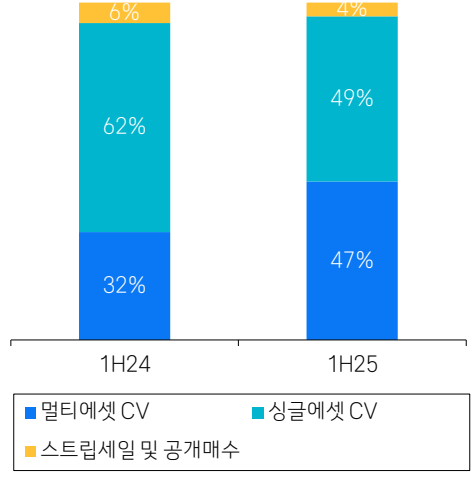
- 상반기 CV는 GP주도 거래의 87%를 차지, 단일자산 CV가 38%, 멀티자산 CV가 50%를 구성되며 멀티자산 비중이 커지는 추세
- 그간 CV는 대부분 소형 펀드에서 거래가 발생했으나 최근 대형 GP의 CV 거래 사례도 빠르게 증가하는 시장 양극화
- CV는 전통 프라이머리 펀드 대비 높은 운영 안정성. 투자자는 예측 가능한 수익 구조를 가지게 되며 변동성이 큰 매크로 환경에서 상대적 안정성
- CV는 이전 펀드 대비 낮은 멀티플, 재조정된 캐리, 더 강한 거버넌스 보호장치가 부가되는 경우도 많음

## 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

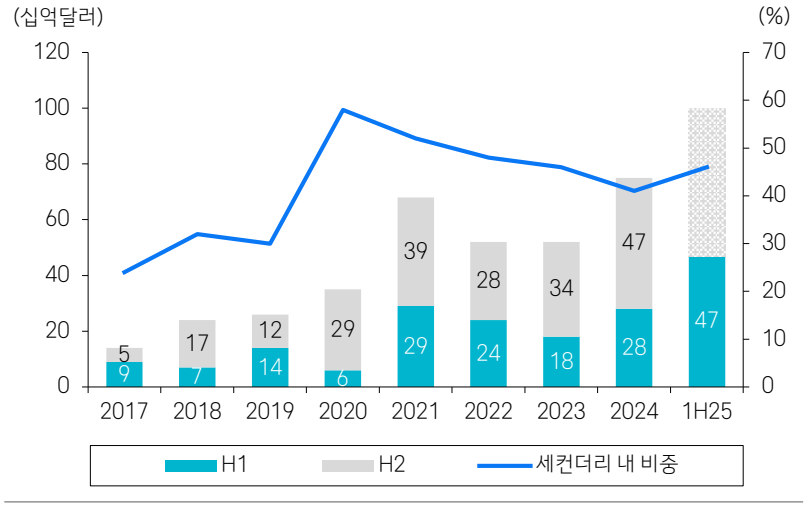
1) 세컨더리

# CV: 유동성 관리에 구조적 변화

## ▶ GP주도 시장은 CV 중심으로 성장

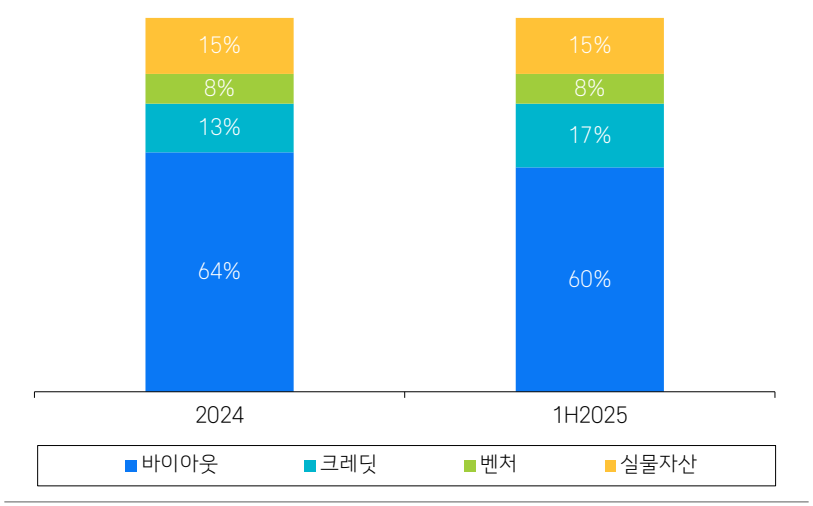
- 상반기 GP가 주도한 세컨더리 거래는 470억달러로 전년대비 68% 증가하는 강한 모멘텀. 거래의 87%는 CV, 12%는 에쿼티 구조화로 이뤄짐
- 글로벌 상위 50개 GP 중 75%가 CV로 LP에게 유동성 제공, 20억 달러 이상의 대형 CV 거래가 8건 성사(2024년 연간 규모에 육박)
- CV 활성화는 M&A 침체 속에서도 양호한 NAV를 유지하는 요인. **VC, 크레딧, 실물자산의 CV도 활성화되는 세컨더리 시장의 고도화 단계**
- 프라이머리(블라인드펀드/Co-investment) 위주로 투자하던 국부펀드, 연기금, 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

1) 세컨더리

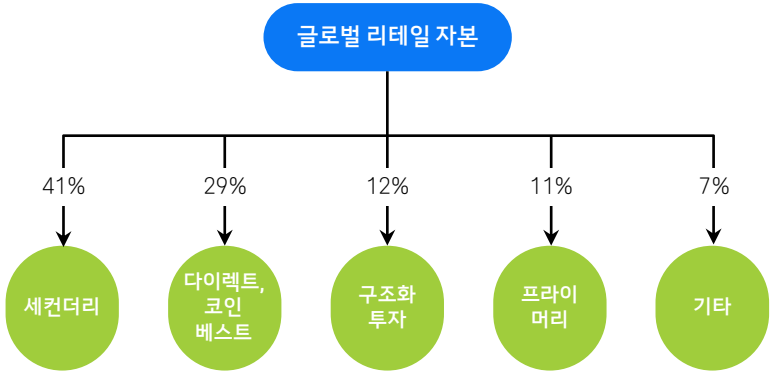
# 수요자: 투자자 저변 확대

▶ **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% 증가
- 리테일 투자자는 유동성, 분산투자, 양질의 투자자산 확보를 위해 세컨더리 선호
- 리테일 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

▶ 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

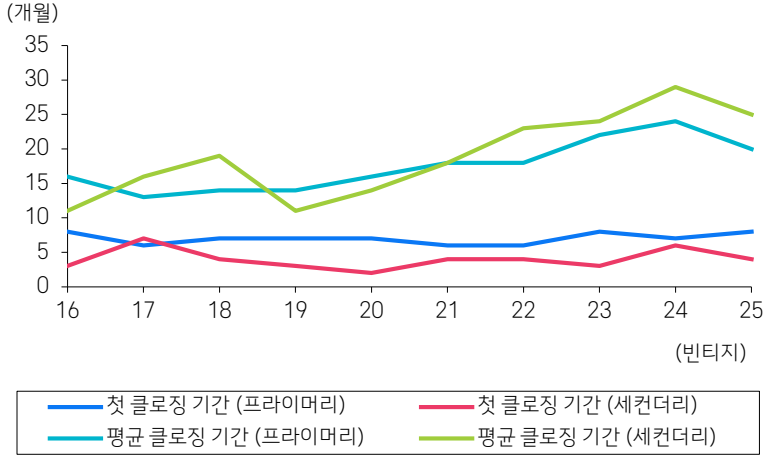
1) 세컨더리

# 트렌드: 대형화, 양극화

▶ **세컨더리 펀드의 대형화로 클로징 시간은 점차 증가. 사모대체 전반에서 메가펀드로 쏠림 현상이 세컨더리에서도 동일한 상황**

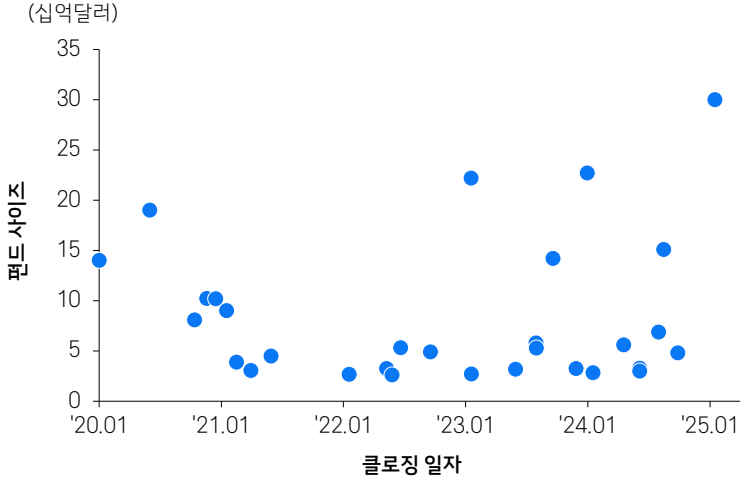
- 2023~2024년 세컨더리 펀드의 평균 클로징 기간은 2년, 2016~2017년 대비 2배 증가한 것
- 3분기 7개의 PE 세컨더리 펀드가 클로징되고 이 중 200억달러 펀드가 모집액의 2/3를, 1분기는 단일 300억달러 펀드가 모집액 대부분을 차지
- 2개 대형 펀드 마감으로 세컨더리 펀드는 2025년 상반기 글로벌 PE 자금모집에서 14% 비중 차지, 2009년 연간 수치인 12%를 초과
- 2023~2024년 PE 세컨더리의 메가펀드는 2020~2021년 평균 대비 38~86% 증가한 규모
- 10개 이상 플래그십 세컨더리 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

1) 세컨더리

# 밸류에이션: 가격 정상화

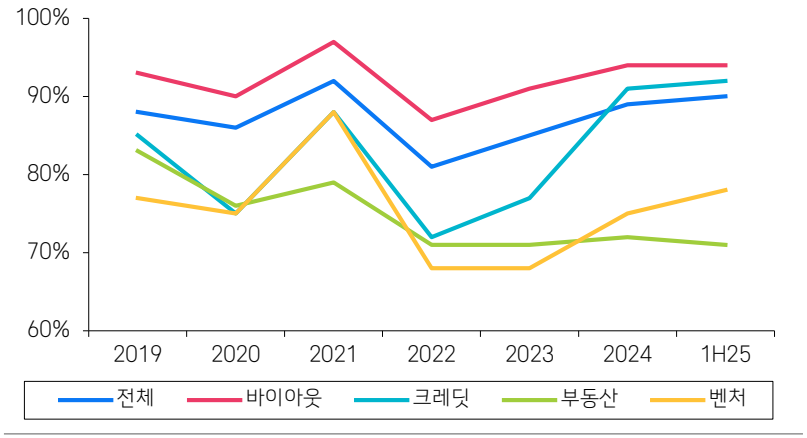
▶ **세컨더리 전략의 평균 가격은 NAV의 90% 까지 상승해 2021년 이후 최고 수준 , 상반기 관세정책 충격에도 빠르게 회복**

- 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**

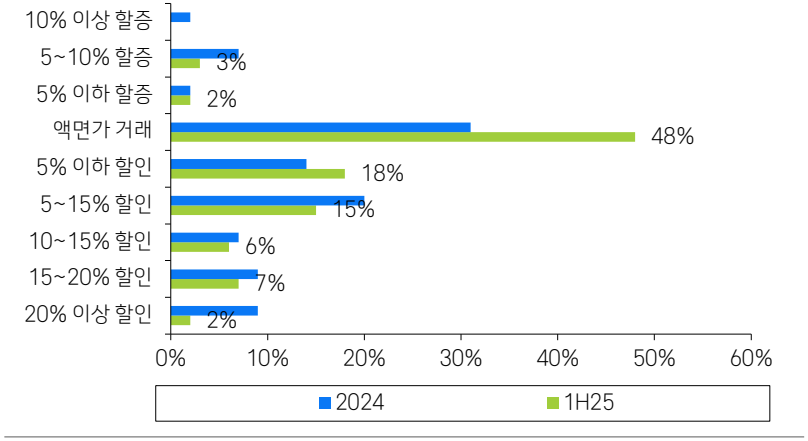
- 바이아웃: NAV의 94%로 2024년과 유사한 수준, LP거래의 53%를 차지하며 여전히 최대 비중
- 벤처(VC): 모든 전략에서 가장 가파른 상승으로 NAV의 78%, IPO는 침체이나 AI섹터 중심으로 가장 강한 엑시트. 주로 후기단계에 집중
- 부동산: NAV의 71%로 전년과 유사한 낮은 수준. 금리가 여전히 높고 리파이낸싱도 제한적. 투자자는 신 빈티지, 산업용, 데이터센터에 선별
- 크레딧: NAV의 92%로 전년 대비 소폭 상승. 직접대출은 높은 수요로 액면가 수준에 거래되나 Distressed, 메자닌, Opportunistic은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

**전략별 세컨더리 NAV 가치**




자료: Jefferies

**GP주도 거래 가격 현황: 가격 강세**




자료: Campbell Lutyens

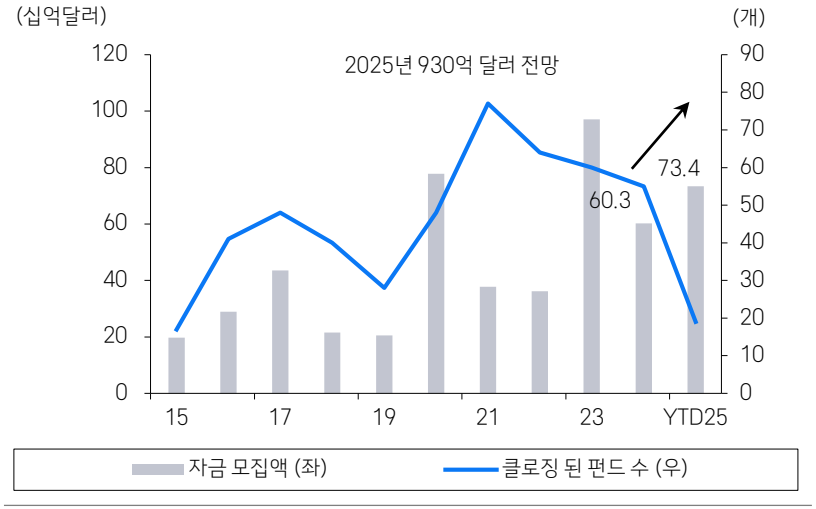
1) 세컨더리

# 전략별 현황: 메인은 PE

▶ **PE 세컨더리는 2021년 이후 빠르게 성장, 2024년까지 연평균 61개 펀드와 580억 달러의 자금 모집**

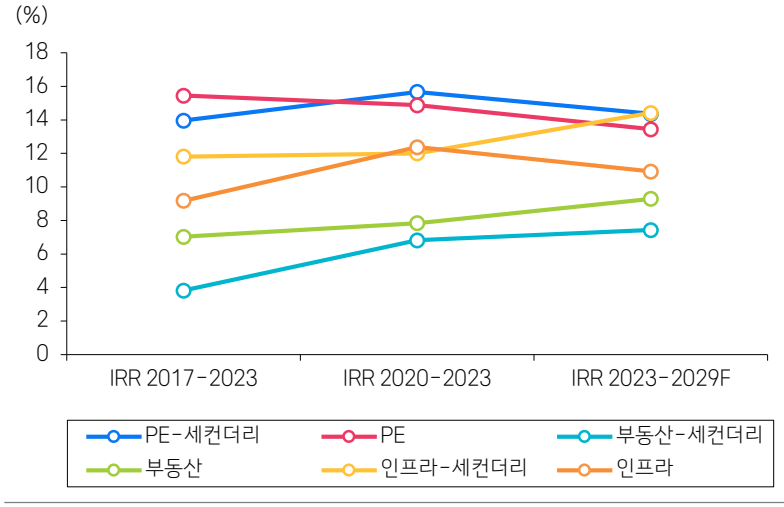
- 여전히 메인 전략은 바이아웃이(LP거래의 53%)나 최근 벤처, Growth, PD, 인프라 비중이 두드러지게 증가
- 인프라 세컨더리는 새로운 옵션으로 연평균 34억 달러의 1~2개 펀드가 조성되는 추세. 자산군 중 최대 규모이나 펀드수는 적은 특징
- 세컨더리 시장을 주도하는 PE 전략은 GP가 주도하며 GP 주도 거래는 상반기 기준, 2024년 대비 9%p 상승
- **GP주도 거래에서 PE는 검증된 트랙레코드로 가장 많은 스폰서, 가장 다양한 투자자 저변을 보유**
- LP에게는 유동성 관리의 툴, GP에게는 출구 전략의 도구로 자리잡아 사이클이 아닌 구조적 성장
- 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

**세컨더리 전략별 IRR 비교: 인프라 세컨더리 성과 개선세**




자료: Preqin, 삼성증권

1) 세컨더리

# PE: 신빈티지 바이아웃이 주도

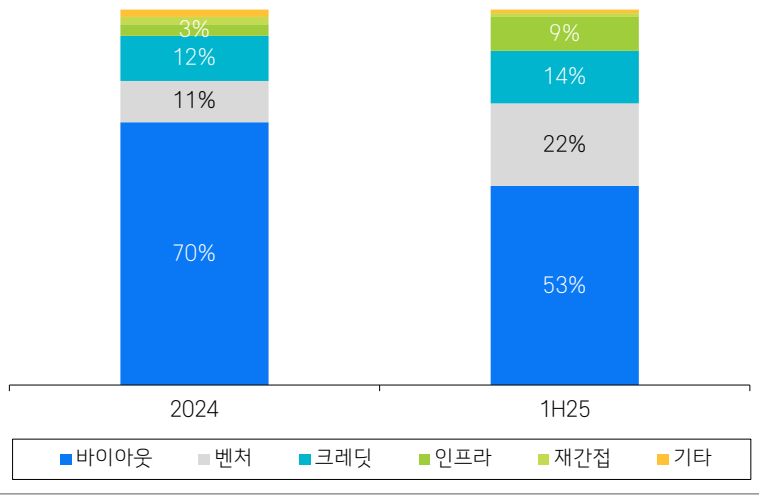
▶ **여전히 메인 전략은 바이아웃이나 타 전략 비중 증가가 두드러짐, 가격 정상화 영향**

- 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%**

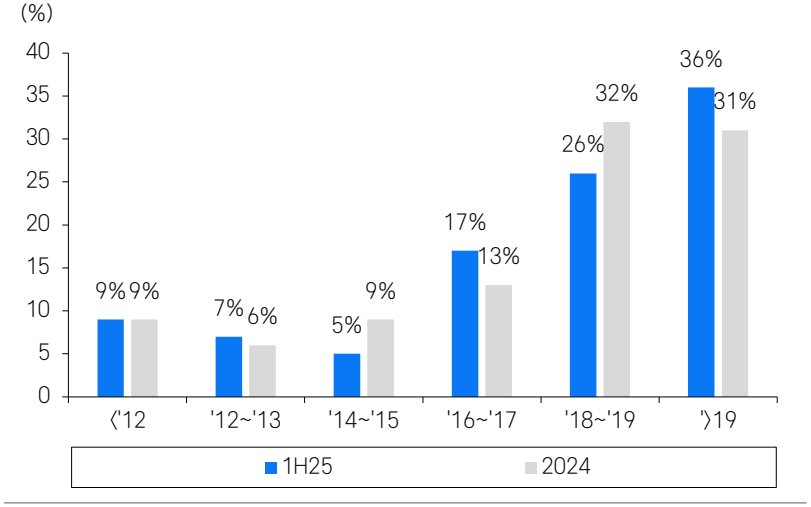
- 2021년 빈티지는 팬데믹 이후 고평가 시기에 조성되었기 때문, 고금리를 거치며 IRR 하락
- 그러나 세컨더리 투자자 입장에서는 이러한 조정이 매력적 진입 시점으로 작용, 초기 LP는 고통이겠으나 세컨더리 투자자에게 기회

**전략별 LP 거래 비중 – 다변화**




자료: Jefferies

**빈티지별 LP 거래의 NAV 할인율**




자료: Jefferies

1) 세컨더리

# 인프라: 세컨더리 주요 전략 중 하나로 부상

▶ **인프라는 GP주도 세컨더리 시장에서 점유율은 12%대, 단일자산 CV 에서는 22%를 차지하는 주요 전략**

- 상반기 세컨더리 인프라에서 GP 주도의 딜 규모는 57억 달러, LP주도는 34억 달러
- LP주도 시장은 2023년 정점 이후 다소 완화, 이에 따라 NAV 할인율은 2025년 상반기, 2024년 말 대비 3%p 이상 하락하며 개선세
- 인프라 세컨더리 거래도 사상 최대의 거래량에 근접. 특히 재생에너지 및 전통에너지 중심의 GP주도 거래가 강세

▶ **세컨더리 성과가 프라이머리를 압도, 전체 수익률도 인프라 세컨더리가 가장 우월할 전망**

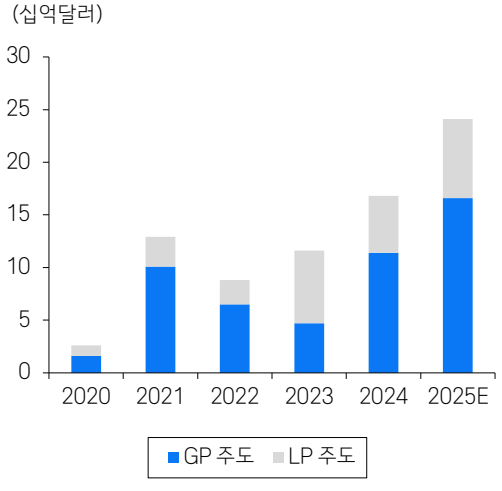
- 인프라 세컨더리의 IRR은 14.4%로 예상(Preqin), 모든 세컨더리 전략 중 가장 높은 수준

**인프라 세컨더리 펀드 수익률 , 타 전략과 비교**

| 전략 | IRR 2017-2023 (%) | IRR 2020-2023 (%) | IRR 2023-2029F (%) |
|---|---|---|---|
| PE - 세컨더리 | 13.96 | 15..67 | 14.36 |
| PE | 15.45 | 14.87 | 13.44 |
| 부동산 - 세컨더리 | 3.82 | 6.82 | 7.43 |
| 부동산 | 7.03 | 7.84 | 9.29 |
| 인프라 - 세컨더리 | 11.81 | 12 | 14.42 |
| 인프라 | 9.18 | 12.37 | 10.92 |

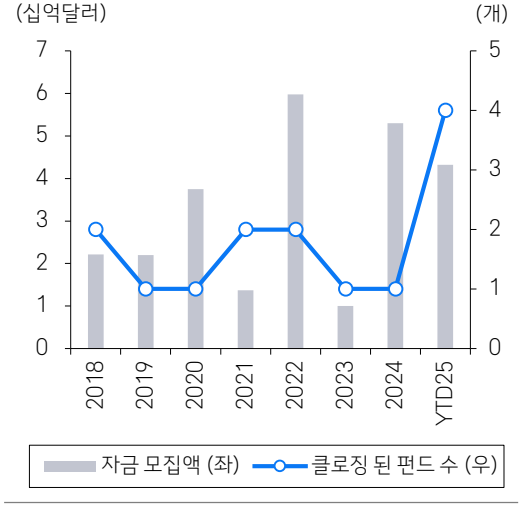
자료: Preqin, 삼성증권

**거래 유형별 세컨더리 인프라 거래액 추이**




자료: Campbell Lutyens, 삼성증권

**글로벌 인프라 세컨더리 자금 모집액**



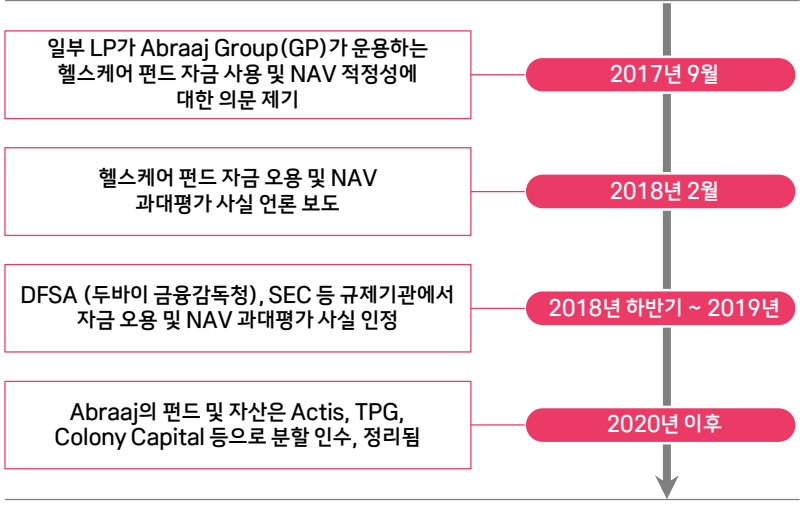

자료: Preqin, 삼성증권

1) 세컨더리

# 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: 언론 기사, 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<br>• GP는 독립적인 평가 의견 제공자와의 직전 2년간의 중요한 거래 관계의 요약을 LP에게 제공해야 하는 의무<br>• 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<br>• 주요 내용으로는 GP가 거래 주요 단계마다 LP 자문위원회와 LP를 신속히 참여시켜야 되며 LP 자문위원회는 최소 30일 (영업일 기준 20일)의 기한을 갖고 의사결정 권고 |

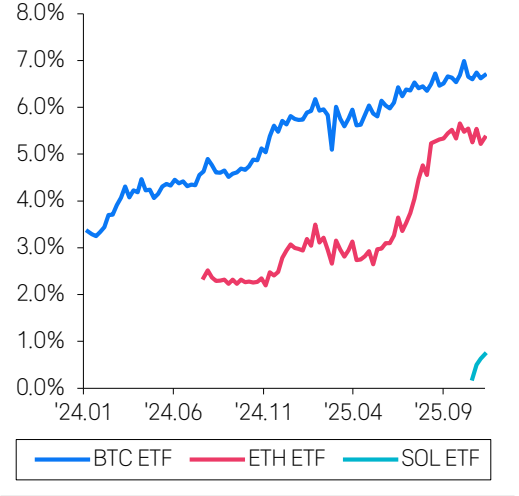
자료: SEC, ILPA, 삼성증권

2) 가상자산

# 크립토 빅사이클: 사이클 자체는 여전히 유효

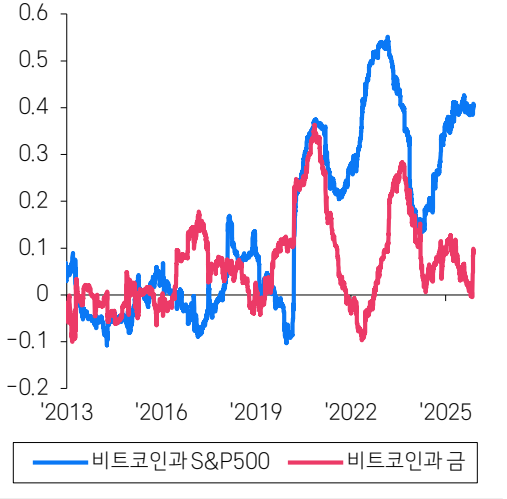
- '반감기 지속론'은 2026년 조정 국면(Crypto Winter) 가능성을 강조. 반면 '반감기 약화론'은 변동성 축소와 완만한 우상향의 골디락스 시나리오를 전망
- 채굴 보상과의 연관성은 약해졌지만 시장 센티멘트를 형성하는 사이클 자체는 여전히 유지되고 있음. **'반감기 사이클'보다는 '크립토 빅사이클'로 해석**
- 하지만 2026년 조정 강도는 예년에 비해 완만하게 나타날 가능성 높음. 제도권 편입 추세가 가격 변동성 완화 및 하방 경직성 강화를 유발했기 때문
- 제도권 편입 강화로 2026년 비트코인 가격은 전통 금융과 상관성 높은 흐름을 보여줄 것이며, 매크로 환경 영향력도 강화될 것
- 특히, 조정국면에 진입했다는 점을 고려하여 **2026 비트코인은 미증시보다는 금과 비슷한 추세를 보일 것**

**현물 ETF의 가상자산 침투율- 상승세**



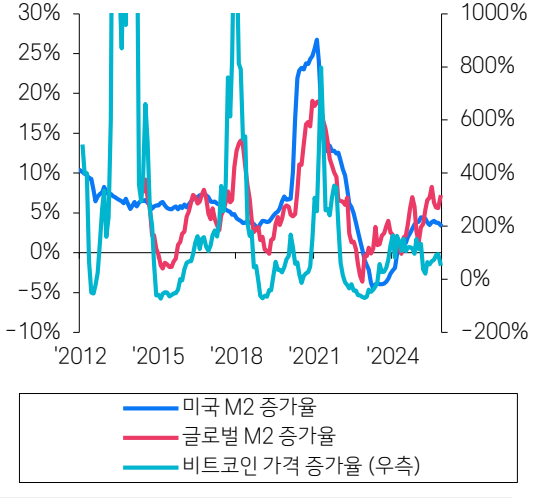

참고: 침투율 = 현물 ETF 시가총액/코인 시가총액, 미국 상장 ETF 기준- BTC 11개 종목, ETH 9개 종목, SOL 5개 종목
자료: Bloomberg, 삼성증권

**비트코인과 전통 금융 간의 상관도(Correl)**




참고: 1년 시계열
자료: Bloomberg, 삼성증권

**M2 증가율과 비트코인 증가율**



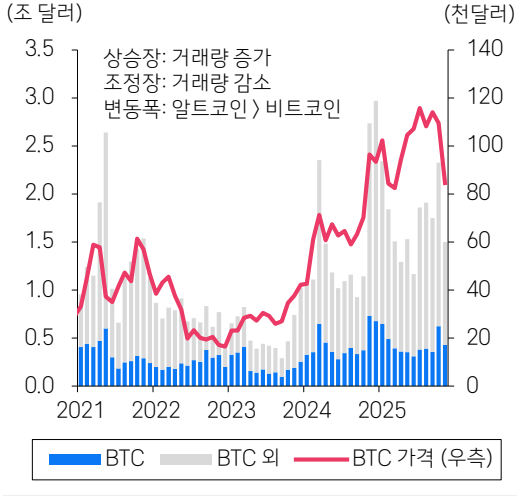

자료: Newhedge, 삼성증권

2) 가상자산

# 2026년 비트코인: 유동성의 대부분을 옵션이 차지

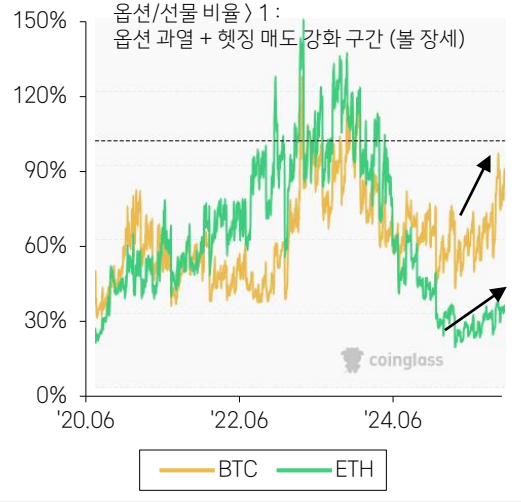
- 2024년 비트코인 현물 ETF 승인 이후, 제도권 편입이 가속화되면서 CME 중심의 기관 선물·옵션 시장이 급성장하며 파생 비중이 구조적으로 확대
- 비트코인 현물 수급은 조정 국면에 들어서면서 둔화되었으나 파생시장 거래량은 역사적 고점 수준을 유지
- 조정기마다 선물 중심의 방향성 거래보다 옵션을 통한 변동성 매매·헤지 수요 구조적으로 증가. BTC 옵션/선물 비율 100% 접근
- **옵션 비중이 커지면 단기 가격은 실제 수요·공급이 아니라 '헤지 매매'에 따라 움직이게 되며 박스권에 갇힘. 그러나 구간을 벗어나게 되면 변동성 급증**
- **옵션주도형 시장에서 투자자는 단기 방향성 예측보다 감마 포지션, 스큐 비대칭, OI 분포 등 옵션 미세구조를 우선적으로 점검해야 할 것**

**가상자산 현물 시장 거래량**



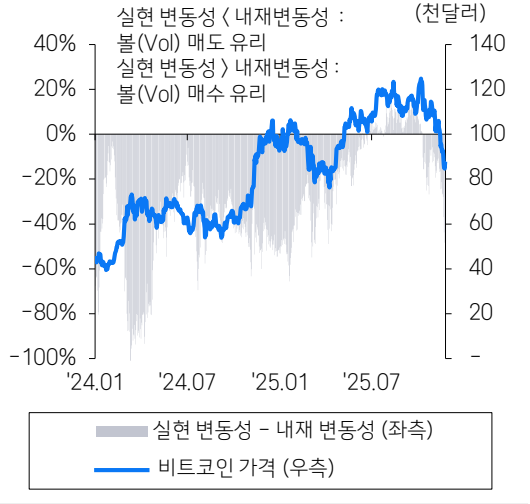

자료: Newhedge, 삼성증권

**미결제약정(OI) 비율: 옵션/선물**




참고: 선물에는 영구 선물 포함
자료: Coinglass

**BTC 변동성**



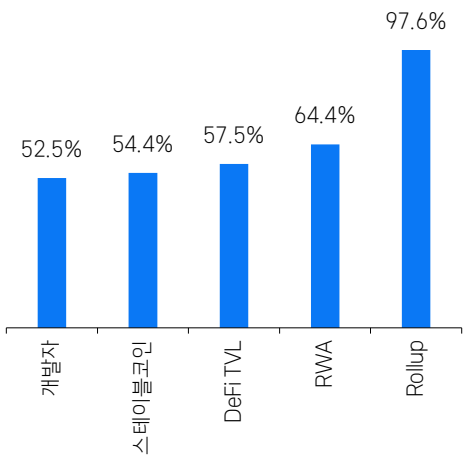

자료: Newhedge, Deribit, 삼성증권

2) 가상자산

# 2026년 이더리움: 업계 표준 장악

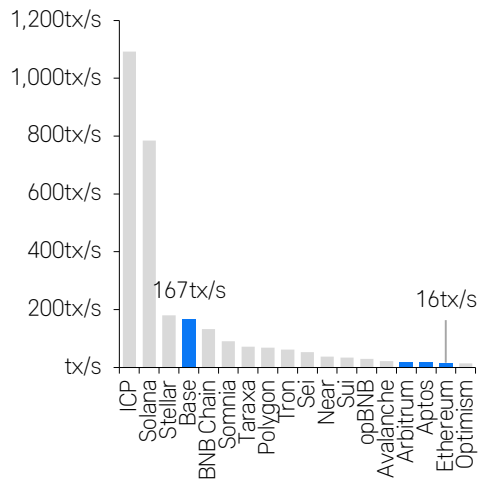
- 이더리움은 가스비·소각·DeFi 등 비트코인과 다른 수익 구조(토크노믹스)를 가지고 있지만, 그 영향력이 제한적이어서 비트코인 가격흐름에 종속되어 왔음
- 그러나 2026년에는 제도권 유동성 유입, 제도권 실사용 증가 등으로 해당 수익 구조가 실질적으로 강화되고, 비트코인과 다른 가격 흐름을 보일 것
- **2026년 크립토 시장은 이더리움이 핵심 인프라로서 주도할 것.** TVL·스테이블코인 유통·롤업 생태계 등 독점적 기반으로 크립토 시장의 표준으로 등극할 것
- 2026은 온체인 브로커리지 활성화와 DeFi 유동성 순환 본격화가 전망됨. 거래·대출·파생 등 금융 기능의 상당 부분이 이더리움 체인 중심으로 수렴될 것
- 이더리움은 높은 보안성으로 인해 발생하는 ① 비싼 수수료 ② 느린 속도가 타 L1대비 단점으로 지적되어 왔음. ① L2 Rollup 구조로 해당 문제점을 지속 개선 ② 높은 보안성이 오히려 기관용 서비스에 최적화됨에 따라 타 L1 대비 제도권 수요 경쟁력 보유. **2026년 기업형 RWA·스테이블코인 시장 주도 전망**

**이더리움 시장 점유율**



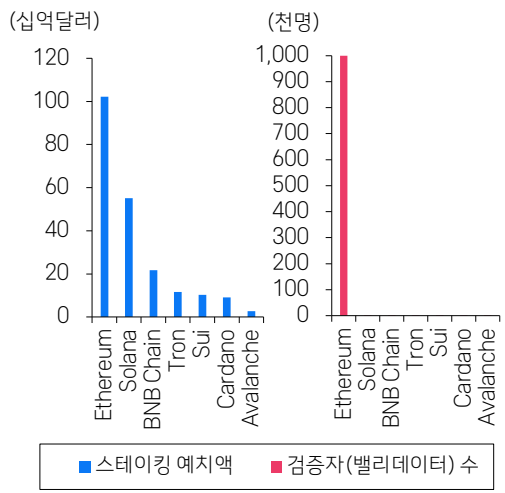

참고: 2025.11월말 기준
자료: RWA.xyz, DefiLlama, Developer report, 삼성증권

**생태계 속도 지표 – 실시간 TPS(1시간 평균)**




참고: TPS(Transactions per second) = tx/s
자료: Chainspect, 삼성증권

**생태계 보안성 지표– 이더리움 압도적**




자료: Chainspect, 삼성증권

2) 가상자산

# 2026년 스테이블 코인: B2B 송금, 하반기부터 본격 돌입

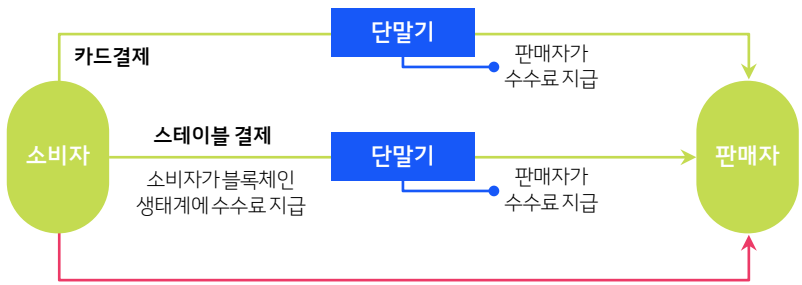
- 스테이블코인 결제 시장 도입 세부 논의 본격화. 정책·제도적 측면에서 ① 세금·거래정보 추적 ② 발행사·유통사 규제 ③ 운영·리스크 관리 체계 확립
- 세금·거래정보 추적: 미국·EU 중심으로 브로커·지갑·온오프램프까지 거래보고 의무 확대 추세. OECD CARF·DAC8을 통해 국가 간 자동 정보교환 체계도 강화
- 기업 측면에서, 2026년 스테이블코인 시장의 핵심은 인프라 경쟁. 대규모 유통망 확보를 위해 결제·정산 인프라와 파트너십 구축에 집중
- **규제 확정 이후, 실제 상용 서비스 확장은 2026년 하반기로 전망**
- 결제는 '단순 송금'을 넘어선 '복합 서비스'를 제공. 때문에 리테일 결제 분야에서는 2026년 스테이블코인 결제 도입 제한적일 것

**정책 논의 현황**

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| FSB (금융안정위원회) | • 2025.10월, 국가별로 스테이블코인 규제 도입은 진행 중이지만 큰 편차를 보이며 공백이 존재한다고 지적<br>• 글로벌 스테이블코인 규제 불일치를 금융 리스크라고 지적하며, 2026년까지 각국이 FSB 권고안을 국내법으로 더 넣으라는 압박을 강화 |
| OECD | • 2026년 1월, CARF 시행 예정<br>• 회원국 간 거래정보 교환 개시 준비<br>• 글로벌 탈세/익명 거래 축소 기대 |
| EU | • 2026년 1월, DAC8 공식 발효 예정<br>• EU 내 암호화폐 보유 및 거래에 대한 모든 거래 내역 신고 의무화가 핵심 |
| 미국 | • GENIUS Act 이후 구체 시행령 작업 본격화. 발행자 및 서비스 제공자에 대한 규제 확립 추구<br>• IRS·재무부가 디지털 자산 과세규칙을 설명하면서, 지갑·계정 단위의 거래 추적, 브로커 보고 의무 등 세부화. 스테이블코인도 해당 범위에 포함 |

자료: FSB, 삼성증권

**리테일 영역: 단순 송금만으로는 효용 낮음**




**스테이블 계좌 전송**

소비자가 블록체인 생태계에 수수료 지급
- 소비자 보호 낮음 (스테이블 결제도 낮음)
- 부가서비스 낮음 (카드 결제: 포인트 적립 등 / 스테이블 결제 : DeFi 연계 등)
- 프로그래머블 기능 없음 (카드 결제: 할부 등 / 스테이블 결제 : 조건부 송금 등)

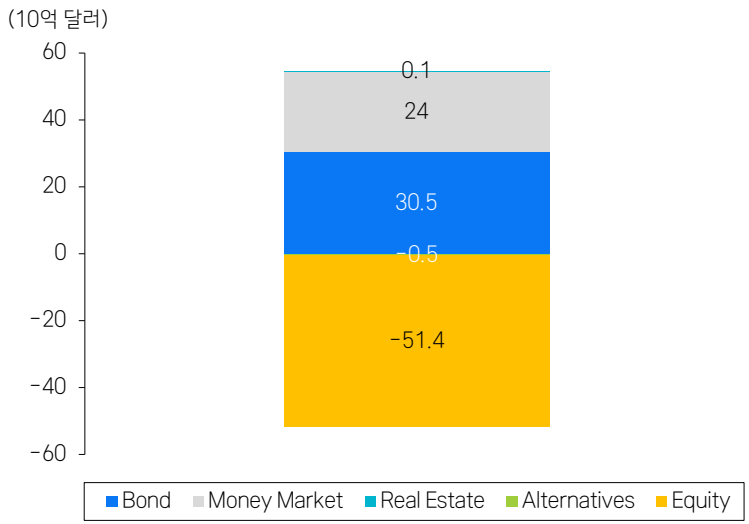
자료: 삼성증권

3) ESG

# 글로벌 투자 동향: 대체 ESG 펀드 성장은 둔화, 기후 PE는 완만한 증가세 전망

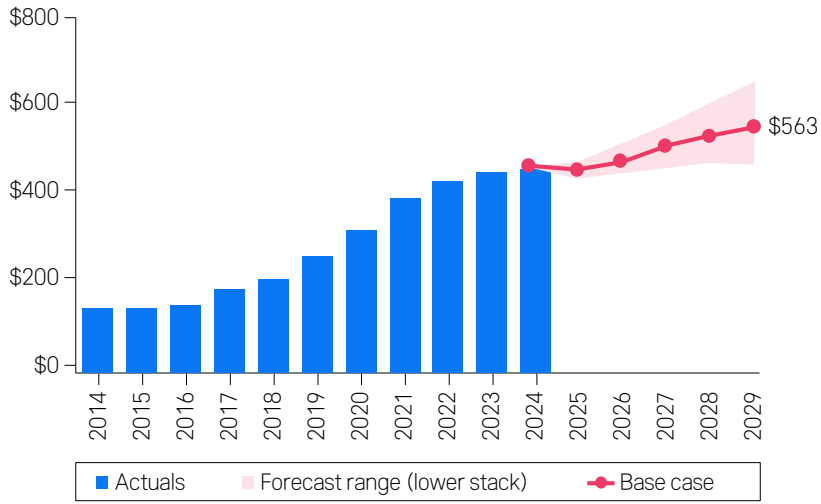
- 정책적 불확실성으로 인해 글로벌 대체 ESG 펀드는 2025년 YTD 기준으로 5억 달러 순유출 중
- 기후 관련 PE AUM은 2019년에서 2024년 사이 전체 PE AUM의 약 8% 유지, 2029년에는 약 5.6조 달러 수준으로 완만한 증가세 전망

## 글로벌 대체 ESG 펀드는 2025년 YTD 기준으로 자금 유입 정체




참고: 2025년 10월 31일 기준
자료: LSEG Lipper, 삼성증권

## 기후 PE 펀드 AUM 전망




참고: 2025년 5월 15일 기준, 단위는 10억 달러
자료: Pitchbook, 삼성증권

3) ESG

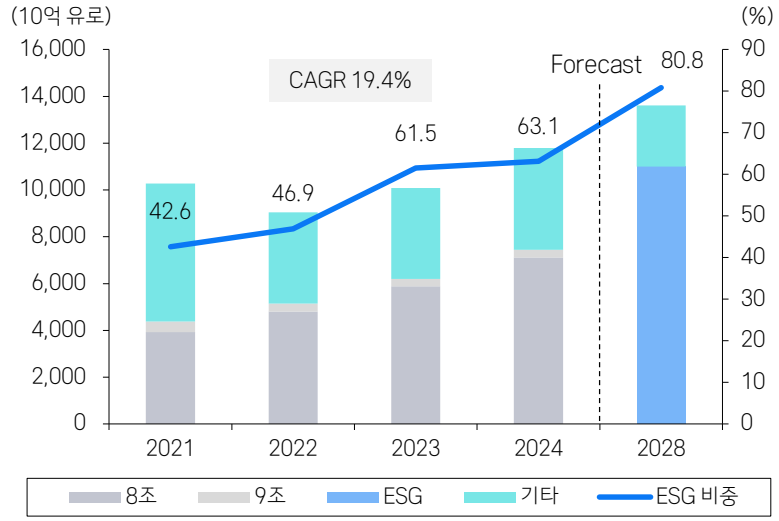
# EU 투자 동향: ESG 자산 기준인 SFDR 펀드는 성장 전망

- EU의 지속가능금융 규정(SFDR)의 제8조, 9조 펀드 카테고리 해당 여부가 대표적인 ESG 준수 자산의 기준

*8조 펀드(Light green): 환경 및 사회 요소 개선을 촉진하는 펀드, 9조 펀드(Dark green): 지속가능투자가 핵심 목표로 투자 목적 달성 여부(임팩트)에 대해 정량적으로 측정하고 공시

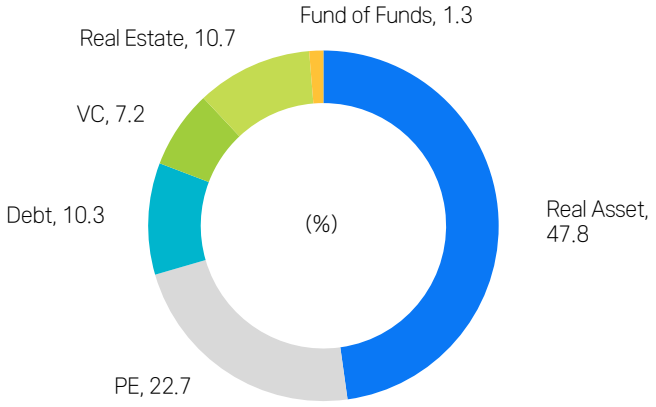
- 사모 시장에서 SFDR 8조 펀드가 의미 있는 성장 보임, LP의 기대에 부합하기 위해 ESG 특성을 도입하려는 PE의 의지가 높아진 것으로 볼 수 있음
- PE 부문에서 ESG 특성이 없는 6조 펀드가 2022년 약 43%에서 2024년 40%로 감소하고 9조 펀드에 대한 선호도 증가(약 22% 비중, LanghamHall)
- 9조 펀드는 인프라 자산 중심, 이는 유럽의 인프라 자산운용사 중 15%만 9조 펀드를 보유하고 있어 차별화 요소가 될 수 있다는 인식 증가 때문

## EU SFDR ESG 펀드(8조, 9조)의 성장




참고: CAGR은 2021년 기준, (좌측) EU ESG AUM, (우측) 전체 펀드 AUM 중 ESG 비중
자료: PWC, 삼성증권 정리

## SFDR 9조 펀드의 사모 대체 투자 자산별 비중




참고: 2019년~2024년 12월 31일 기간의 자금
자료: Pitchbook, 삼성증권 정리

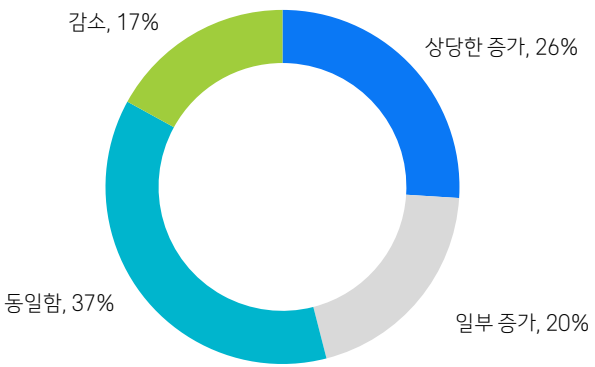
3) ESG

# LP 동향: GP에게 ESG 강화를 지속적으로 요구

- LP는 GP를 선정하는 과정에서 지속가능투자 정책 보유 여부를 검토하고 측정가능한 ESG 목표 수립 및 개선 조치를 수행하도록 요구

  * PWC의 설문조사 결과, LP의 46%는 기후 리스크가 투자 의사 결정에 상당히 또는 어느 정도 영향을 미친다고 인식하고 있어 요구사항 증가
- 투자자는 ESG 측면에서 우수한 자산을 선호하기 시작, 이는 엑시트 시점에서 ESG 요소가 멀티플 상승에 영향을 미친다는 인식이 증가했기 때문
- 따라서, 사모 시장에서 GP의 ESG 통합은 구조적으로 내재화되어 가치창출 전략으로 활용됨

## 3년간 기후 리스크에 대한 LP의 기대와 요구사항 변화




참고: 2022년~2024년
자료: Private Equity International, 삼성증권

## PRI가 제안하는 LP의 PE 실사 설문

| 구분 | 세부내용 |
|---|---|
| 정책 | • 책임투자 정책 보유 여부, 글로벌 이니셔티브 가입 여부<br>• 성과 보상 체계에 책임투자 통합 여부, 지속가능성 기회와 리스크에 대한 중요성 및 관련성 이해를 위한 교육 제공 여부 |
| 펀드레이징 | • 파트너십 계약서(LPA)에 책임투자와 관련한 선언 또는 계획 포함 여부 |
| 투자 전 | • 지속가능성 중대성 분석, 지속가능성 기회와 리스크에 대한 실사 수행 (최근 펀드 운용 시 포트폴리오 기업에게 중요한 리스크와 기회를 식별하기 위해 사용한 툴, 기준, 데이터 설명 요구)<br>• 지속가능성 리스크와 기회가 투자 결정에 어떻게 영향 미쳤는지 설명 |
| 투자 후 | • 지속가능성 관련 가치 창출 계획 수립 여부<br>• 이사회의 모니터링과 보상 체계 마련 여부, KPI 설정 및 관리<br>• 매각 준비 시 지속가능성 요소를 통합한 재무적 성과 영향 평가 |
| 보고/공시 | • 책임투자 성과 보고 방법, 연간 투자자 미팅의 안건으로 관리 여부<br>• 지속가능성 관련 사건에 대한 투명한 보고 및 조치 여부 |

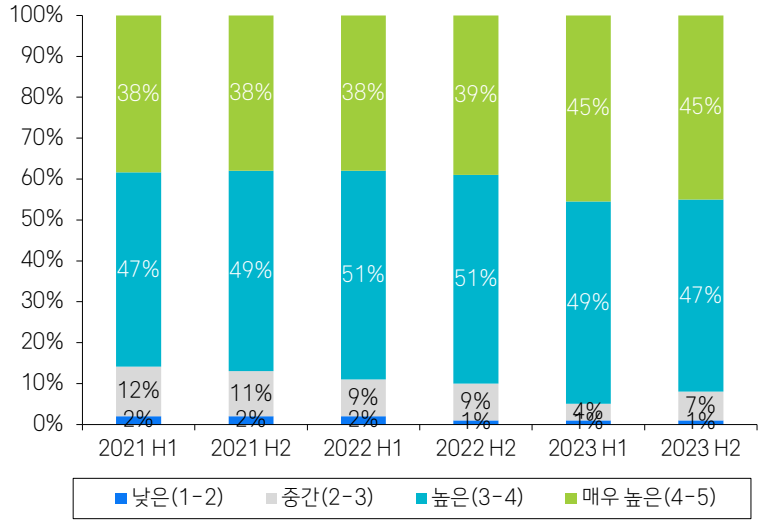
자료: 일본 정부 홈페이지, 언론보도, 삼성증권 정리

3) ESG

# LP 사례: PGGM의 GP ESG 평가

- 네덜란드 연기금(PFZW)을 운용하는 PGGM의 PE팀은 GP 선정 시 ESG 통합 수준을 평가하고 파리협약 목표 달성 관련 추진 현황을 분석
- 2023년 기준으로 GP의 26%가 과학기반 탄소 감축 목표를 보유하거나 포트폴리오 기업에게 과학 기반 탄소 감축 목표를 설정하도록 요구

## PGGM PE팀이 2023년 GP ESG 점수를 평가한 결과 92%가 높음




자료: PGGM, 삼성증권 정리

## 네덜란드 연기금(PFZW)의 기후 계획

| 구분 | 세부 내용 |
|---|---|
| 장기 목표 | • PE 투자의 100%를 2040년까지 파리협약 경로에 적합한 탄소 감축 목표 설정, 포트폴리오 내 모든 기업 대상으로 과학 기반 탄소 감축 목표 수립 요구 |
| 중간 목표 | • 2030년부터 넷제로를 선언하고 검증가능한 전략을 보유한 GP가 관리하는 펀드에만 신규 펀드 투자<br>• 2025년에 부동산 포트폴리오의 최소 40%를 파리협약 경로 목표를 수립한 매니저로 구성 |
| SDG 투자 | • PE 포트폴리오의 5%를 지속가능개발 목표(SDG)에 투자<br>• 부동산 포트폴리오 내 50%를 SDG 투자에 배분 목표 |
| 주주관여 활동 | • PE, 부동산 포트폴리오 대상 파리협약 목표와 관련해 적극적 주주관여 활동 강화 |

자료: PFZW, 삼성증권

3) ESG

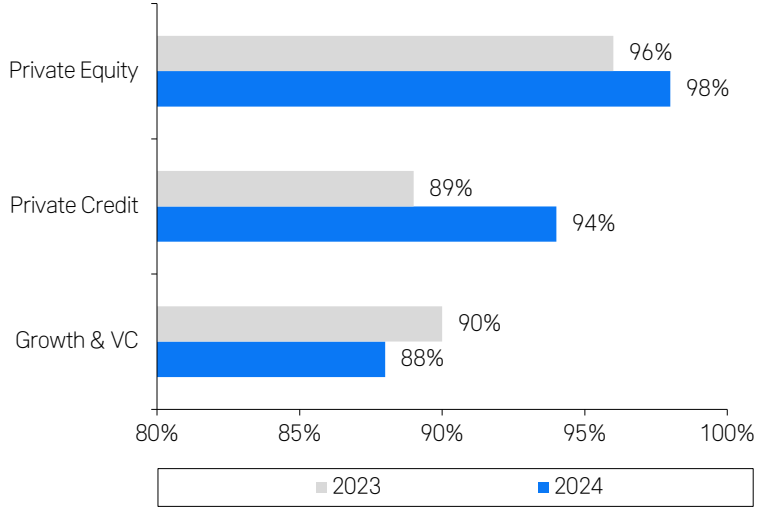
# GP 동향: 리스크 관리 수준을 넘어 가치 창출 전략으로 ESG 통합

- 사모 투자 과정에서 Growth 펀드와 VC를 제외하고 2023년 대비 2024년에 ESG 통합 확대*

* 우수한 ESG 관행을 보유한 PE는 타 펀드보다 최대 8% 높은 IRR 달성했다는 연구 결과(EY), 지속 가능성을 투자 전략에 내재화한 기업은 엑시트 멀티플이 최대 6~7% 상승, 매출 평균 6% 증가를 달성(PRI)

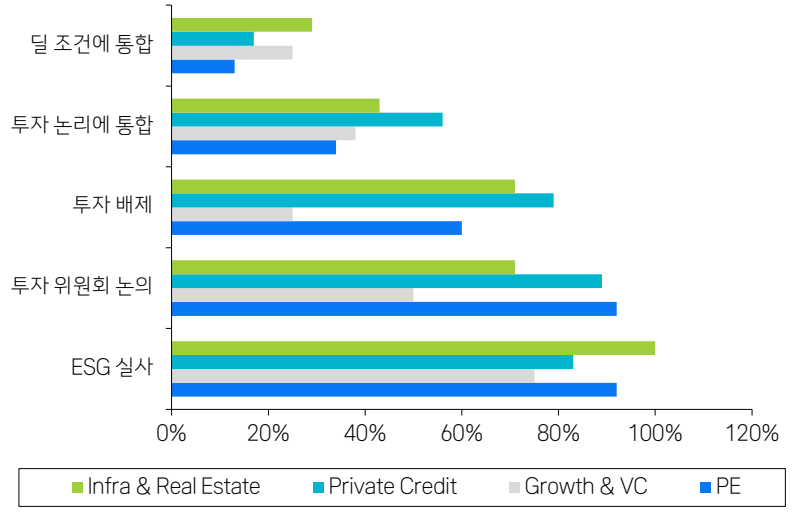
- 주로 인수실사와 평가과정에 ESG를 통합, 그 밖에 투자 기회 발굴, 인수 후 계획 수립 및 거래 조건을 결정할 때 ESG요소를 고려

**대체 투자 자산별 ESG 통합 현황 설문조사 결과**




참고: 2025년 1월~2월 한달 간 81개 GP, 105 개 관련 기관 대상 조사
자료: Malk Partners, 삼성증권 정리

**대체 투자의 ESG 통합 방법**




자료: Malk Partners, 삼성증권 정리

3) ESG

# GP 사례: 블랙스톤은 탄소 델타를 중시

- 블랙스톤은 보유 기간 동안 감축할 수 있는 탄소 배출량을 가치창출의 핵심으로 판단하고 탄소 델타를 중시해 개선 목표를 설정

  * 소유 첫 3년 간 포트폴리오의 탄소배출 집약도(Scope1, Scope2) 감축 목표를 15%로 설정

- 전사 프로그램(Decarbonization Accelerator)으로 탄소 배출량 감축* 및 에너지 효율 개선 기회를 식별하고 개선 결과를 공시

  * 소비자 수요와 규제에 따라 변동성이 있는 에너지 생산 기업은 제외하고 에너지를 사용하는 기업 대상으로 감축 목표 설정

## 블랙스톤은 에너지 전환과 인적자본을 성장 핵심 요소로 강조

| 구분 | 세부 내용 |
|---|---|
| 정책& 조직 | • 지속가능성 위원회는 지속가능성 안건에 대해 정기적 보고 받음<br>• 탈탄소 프로그램팀이 투자 및 자산운용팀과 협업해 기후 리스크와 가치 창출 전략 검토 |
| 프로세스&관리 | • 지속가능성 아젠다에 대한 산업, 투자자, LP와 정기적으로 논의<br>• 신규 소유 3년 간 에너지 사용 관리를 통해 평균 15% 배출 집약도 감축<br>• 탄소 회계 지원 프로그램 보유, 탈탄소 계획 및 목표 수립 지원<br>• 포트폴리오 기업의 인적 자본을 강조, 인력난, 임금비용, 이직률 리스크 감소시켜 생산성, 성장에 기여 목적 |
| 보고 | • 임원은 이사회에 기후 관련 안건을 포함한 지속가능성 노력에 대해 분기별 보고서 제공<br>• 1차: 20개 기업, 1,600개 부동산 자산에 대해 2021년도 기준 탄소 집약도 15% 감축 결과 보고, 2차: 2022년도 기준으로 10개 기업, 2,600개 부동산 자산을 대상으로 탄소 감축 진행 중 |

자료: 블랙스톤, 삼성증권 정리

## 블랙스톤의 자산별 ESG 적용 현황

| 자산 | 세부 내용 |
|---|---|
| PE | • 탄소 감축 프로그램(ERP) 이행을 위한 15% 감축 목표 적용<br>• 투자 전 기업의 잠재적 감축량을 평가하고 가치 창출 기회를 정량화<br>• 투자 후 장기적 가치 창출을 위해 비용, 리스크 저감 추진 지원 |
| 부동산 | • 물리적 리스크와 전환 리스크 노출을 감소에 초점<br>• Phase 1 환경 평가 수행, 신규 자산 구매 시 물리적 리스크 고려<br>• 포트폴리오 기업 내 지속가능성 책임자 지명하고 진척도 관리<br>• 15% 감축 목표 달성을 위해 그린빌딩 인증, 에너지 효율 이니셔티브 수행<br>• 투자 후 3년 전략 로드맵 개발, 지속가능성 KPI 설정 지원 |
| 인프라 | • 신규 또는 추가 투자 시 지속가능성 실사 수행<br>• 인프라 지속가능성 책임자 고용, 기후 대응 및 탈탄소 전략을 액션 플랜에 포함 |
| 크레딧 | • 투자 전 ESG 실사 수행, 기후 리스크, 국가 리스크, 평판 리스크 등을 바탕으로 투자 결정<br>• 기업을 선정해 지속가능성 정책을 수립하도록 Tool 지원 |

자료: 블랙스톤, 삼성증권 정리

3) ESG

# GP 사례: 칼라일은 ESG와 EBITDA의 연결을 강조

- 칼라일은 포트폴리오 기업 대상으로 기후 관련 리스크와 기회에 대한 중대성을 평가하고 ESG 실사를 수행
- 포트폴리오 기업 중 기후 부문이 재무적으로 중요한 요소라고 생각되는 경우 리스크 감소와 가치 창출을 위해 탈탄소 전략을 개발하고 집행을 지원
- ESG와 EBITDA 연결을 강조해 PE 포트폴리오 62개사 대상으로 고객의 지속가능성 관련 요구와 매출을 연계한 지표를 설정하고 데이터 모니터링

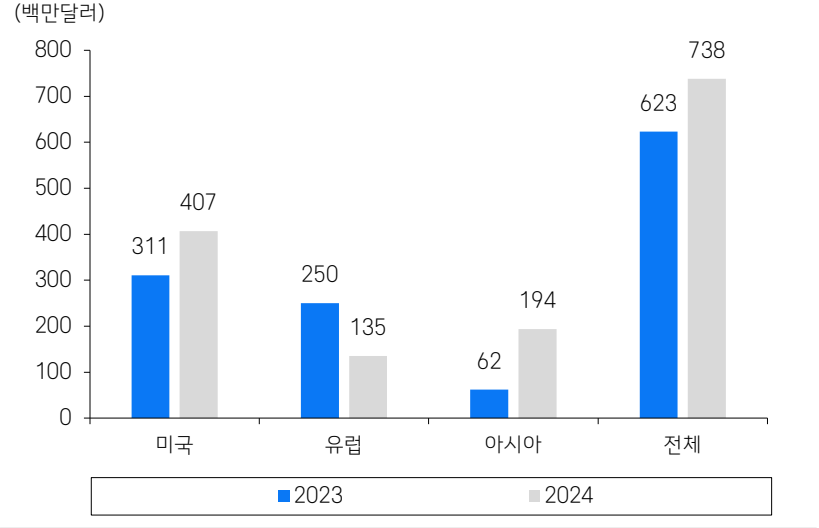
  * 고객의 지속가능성 요구와 연계된 기업 당 평균 매출은 20% 증가한 것으로 분석

## 칼라일(Carlye)의 ESG 통합 정책

| 구분 | 세부내용 |
|---|---|
| 정책&조직 | • 지속가능성 팀 보유, 이사회 수준에서 감독 및 모니터링<br>• ESG 활동을 비용, 리스크, 성장 축으로 나눠 EBITDA 변화 추적<br>• 기후, 지정학 리스크를 감소시키는 비즈니스 모델 설계에 초점<br>• 포트폴리오 기업 대상으로 월간 교육 세션 제공 |
| 프로세스&관리 | • 신규 투자 검토 시 기후 및 인적 자본 등 ESG 리스크/기회 검토<br>• KPI로 온실가스 배출량(S1,2,3), 성별 다양성 등을 설정해 지표 관리 |
| 보고 | • 보유 기간 동안 매년 온실가스 배출량 데이터 수집<br>• PE 부문 2024년 기준 130억 달러의 지속가능성 연계 매출액 식별 |
| 인센티브 | • 글로벌 크레딧 플랫폼 부문에서 온실가스 감축을 하거나 기후 관련 목표 달성 시 borrower 대상 인센티브 제공 |

자료: 칼라일, 삼성증권 정리

## 지역별 지속가능성 관련 고객 요구와 연계된 평균 매출 변화



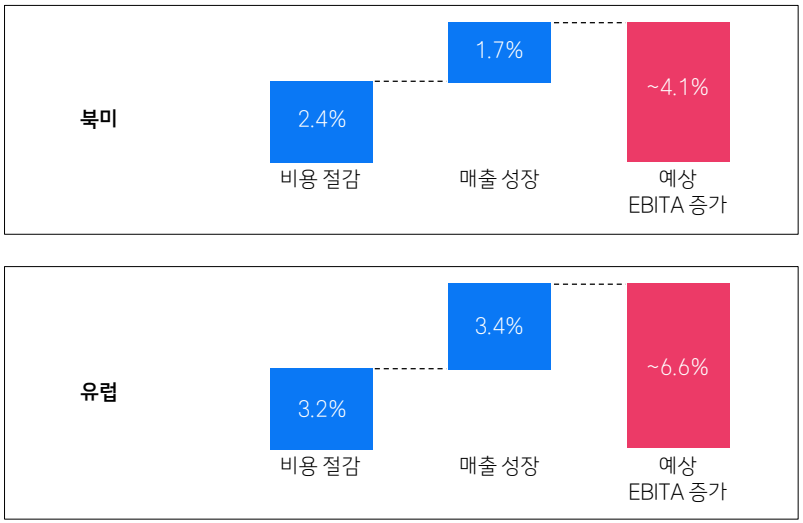

자료: 칼라일, 삼성증권 정리

3) ESG

# 가치 창출 요소: 지속가능성은 EBITDA에 영향

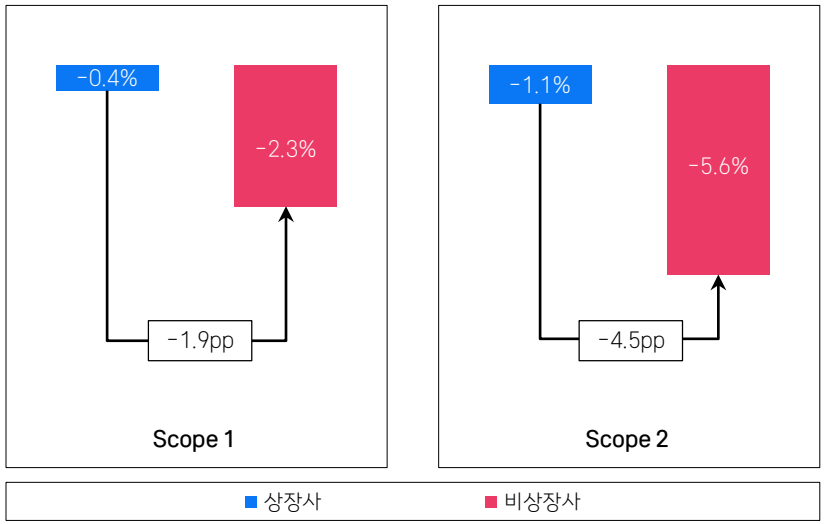
- 포트폴리오 기업의 탈탄소화, 폐기물 감축, 에너지 효율 개선으로 인한 OpEx 감소는 엑시트 시점에서 가치에 영향을 줄 수 있음
- 또한, 안전 및 공급망 리스크 개선, 지배구조 투명성 강화, 이사회 다양성, ESG 성과 연계 임원 보상 제도는 직원 유지율, 평판 및 브랜드 가치를 향상 시킴
- 지속가능성 영향 측면에서 사모 투자는 공모 투자와 대비해 소유권을 장기적으로 보유하고 기업과 소통이 많은 특성 상 ESG 개선 유도 효과가 큼

## GP는 지속가능성이 EBITDA를 4~7% 성장시킬 것으로 예상




참고: ESG 데이터 컨버전스 이니셔티브 회원 153개사 대상 2025년 설문 조사
자료: BCG, 삼성증권 정리

## 비상장사가 상장사보다 탄소 감축 성과(Scope1, 2) 우수



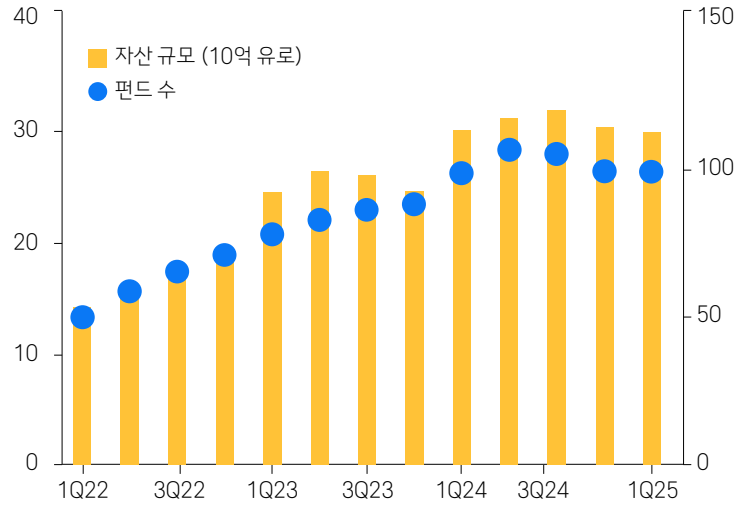

참고: 연 매출액 5백만 달러 이상 기업의 2023년 대비 2024년 배출량 변화 중앙값, 2025년 9월 기준
자료: BCG, 삼성증권 정리

3) ESG

# 최근 동향: 전환(Transition)을 강조

- 글로벌 정책 방향은 현재의 수준에서 저탄소로 전환하는 추세를 평가하고 투자 가이드라인을 수립하기 시작
- 2022년 1월 기준으로 전체 1,400개 환경/ESG 펀드 중 전환 펀드 비중이 2%에서 2024년 12월 기준 약 5%*로 증가했으며 연평균 30% 성장세
  * 121개가 전환 펀드(300억 유로 AUM)에 해당
- EU집행위원회에서 최근 발표한 SFDR 개정(안)에서도 전환 카테고리인 7조 펀드를 추가, 신뢰할 수 있는 데이터와 측정가능한 변화에 초점

## EU 전환 펀드(Transition Fund) 자산*의 성장




참고: * 펀드명에 전환 관련 용어 포함된 액티브 펀드 분석
자료: ESMA, 삼성증권 정리

## EU 지속가능금융 공시 규정(SFDR) 7조 전환 펀드 카테고리

| 구분 | 세부내용 |
|---|---|
| 정의 | • 아직 지속가능 하지 않지만 신뢰할 수 있는 전환 경로에 있는 회사 및 프로젝트에 투자를 유도하는 제품 또는 기후, 환경, 사회 분야 개선에 기여하는 투자 |
| 배제기준 | • 인권 기준 위반 기업, 담배, 금지 무기, 석탄/갈탄 관련 신규 프로젝트 등 유해 산업 및 활동에 대한 투자를 모든 포트폴리오에서 제외 |
| 투자 기준 | • 전체 투자 중 70%가 해당 목적 또는 관련 기준에 부합<br>* 30%는 헤지, 유동성 등으로 허용되나 목표와 모순되면 부적합 |
| 준수 기준 | • EU 기후 전환 벤치마크(CTB), EU 파리 정렬 벤치마크(PAB)추종, EU 택소노미 전환 경제활동에 투자, 신뢰할 수 있는 전환 계획이나 과학기반 목표를 통해 향후 개선을 약속하는 경제활동이나 기업에 투자 등 |

자료: EU 집행위원회, 삼성증권 정리

# 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