Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외 크레딧

BDC (사모대출섹터) 급락, 시장은 무엇이 불안했을까?

BDC 급락, 익숙한 조정과는 다른 성격임을 주목하라

최근 며칠 사이 미국 BDC (Business Development Company) 섹터는 소프트웨어·SaaS 관련 주식의 약세와 맞물리며 눈에 띄는 급락을 기록했다. 금리와 경기, 크레딧 스프레드와 같은 전통적인 변수들이 다시 언급되고 있지만, 이번 조정은 단순한 신용 사이클 조정으로 보기는 어렵다. 동시에 최근 사모대출 시장에서 반복적으로 제기되어 온 과도한 레버리지 우려와도 동일한 맥락으로 해석하기는 힘들다. 이번 하락은 사모대출 전반의 위험성보다는, BDC 섹터가 그동안 어떤 산업을 기반으로 수익을 만들어 왔는지에 대한 보다 근본적인 문제의식이 시장에서 제기되기 시작했음을 시사한다.

***BDC (Business Development Company), 미국 투자회사법(1940 Act)에 의해 규정된 법적 투자기구 형태. 비상장·중견 기업을 대상으로 대출과 지분 투자를 수행할 수 있도록 설계된 구조. BDC는 사모대출 (Private Credit) 시장에서 직접 대출 비즈니스를 수행하는 동시에, 필요 시 지분·메자닌 투자 등 준(準) VC 기능을 함께 수행. Ares Capital, FS KKR Capital, Main Street Capital, Golub Capital BDC, Oaktree Specialty Lending 등*

BDC의 출발점과 SaaS 중심의 성장 경로

BDC는 본래 대형 은행이 직접 대출하기에는 규모가 작거나 리스크가 높고, 회사채 시장에 접근하기에는 아직 신용이 충분히 성숙하지 않은 중견 기업들에게 자금을 공급하기 위해 등장한 구조다. 이 과정에서 BDC는 사실상 Private Credit 시장의 상장된 얼굴이자 핵심 축으로 기능해 왔으며, 투자자 입장에서는 사모대출 시장의 변화를 가장 빠르게 반영하는 가격 지표 역할을 해왔다.

BDC가 빠르게 성장할 수 있었던 배경에는 산업 선택이 있었다. 특히 지난 10여 년간 BDC 포트폴리오의 중심에는 SaaS 기반 소프트웨어 기업들이 자리 잡았다. (BDC 포트폴리오 내 소프트 웨어 비중 약 20%, 여기에 관련 기술/비즈니스 서비스 포함 시 25~35% 확대)

반복 구독 매출, 높은 마진, 자산은 가볍고 현금흐름은 비교적 예측 가능하다는 특성 덕분에, 이들 기업은 BDC 입장에서 이상적인 차입자로 평가받았다. SaaS는 경기 변동에도 쉽게 끊기지 않는 비용으로 인식됐고, “소프트웨어는 담보다”라는 표현이 과장이 아닐 정도로 안정 자산 취급을 받아 왔다. BDC의 안정적인 이자 수익과 높은 배당은 상당 부분 이 전제 위에서 형성되었다.

AI가 흔든 것은 취약 기업이 아니라 수익 구조였다

그러나 이번 조정은 이러한 전제가 더 이상 당연하지 않을 수 있다는 인식에서 출발했다. 계기는 AI였다. 아이러니하게도 AI는 사모대출 시장이 그동안 경계해 오던 취약 기업이나 고위험 산업을 먼저 흔든 것이 아니라, 오히려 가장 안정적이라고 여겨졌던 SaaS의 수익 구조 자체를 직접 흔들었다.

이를 상징적으로 보여준 사례가 *Pluralsight이다. [도표 1 참고] Pluralsight는 기업 개발자와 IT 인력을 대상으로 한 온라인 교육 SaaS 기업으로, 직원 수에 따라 좌석 수 기반으로 구독료를 받는 전형적인 BDC 선호 모델을 갖고 있었다. 반복 매출이 명확했고, 기업 교육은 쉽게 줄이기 어려운 비용으로 여겨졌기 때문에 2021년 기술주 고점 국면에서 대규모 사모대출이 집행되었다. 당시 기준으로 이 회사는 BDC 포트폴리오에서 가장 '안전한' 차입자 중 하나였다.

하지만 AI의 등장 이후 상황은 근본적으로 바뀌었다. 개발자들은 더 이상 정적인 강의 라이브러리를 통해 학습할 필요가 없어졌고, AI는 학습과 실행을 동시에 대체할 수 있는 도구로 자리 잡았다. ChatGPT나 Copilot과 같은 기술은 '교육'이라는 과정을 압축했고, 기업 입장에서는 개발자 1인당 생산성이 빠르게 높아졌다. 그 결과 인력 감축이 뒤따랐고, 좌석 수에 연동된 SaaS 구독은 가장 먼저 조정 대상이 됐다. 이는 특정 기업의 경영 실패나 경기 둔화의 문제가 아니라, AI라는 외생 변수가 SaaS의 핵심 수익 구조를 직접 타격한 대표적 사례다.

이번 급락이 던진 질문

이 사건이 시장에 던진 질문은 분명하다. Pluralsight가 흔들릴 수 있다면, BDC 포트폴리오에 편입된 다른 SaaS 기업들은 과연 안전한가?

그동안 반복 매출과 소프트웨어 구독, 좌석 기반 모델은 신용을 방어하는 장치로 인식돼 왔지만, AI의 확산은 이러한 전제가 항상 성립하지 않을 수 있음을 보여주고 있다. 즉, '끊을 수 없는 비용'이라는 가정이 더 이상 자동적으로 유지되지 않을 수 있다는 점이 이번 조정을 통해 가격에 반영되기 시작한 셈이다.

이러한 관점에서 최근의 BDC 급락은 사모대출 시장 전반에 잠재돼 있던 히든 레버리지나 구조적 취약성이 본격적으로 문제화된 결과라기보다, BDC 산업이 의존해 온 수익 구조의 근간에 대해 시장이 재평가를 요구하기 시작한 초기 반응으로 해석하는 것이 적절하다.

앞으로의 BDC를 어떻게 봐야 하는가

앞으로 BDC의 SaaS 투자 선택은 소프트웨어라는 업종 자체보다, 차입기업이 보유한 데이터의 독점성, 규제·보안·업무 흐름에 대한 내재화 수준, 그리고 AI 도입 이후에도 가격 결정력을 유지할 수 있는지에 따라 갈릴 가능성이 높다. 범용 기능이나 좌석 수 기반 모델에 대한 익스포저는 구조적 재평가 압력에 노출될 수 있는 반면, 대체 비용이 높은 데이터·규제 기반 소프트웨어는 상대적인 방어력을 가질 수 있다. 동시에 소프트웨어 외 산업으로의 분산 역시 단순한 업종 확대에 그치는지, 실제로 포트폴리오 변동성을 낮추는 방향인지를 함께 점검할 필요가 있다.

다만 현재와 같이 유동성이 비교적 풍부한 환경에서는, 이러한 변화가 곧바로 급격한 포지션 축소나 신용 경색으로 이어지기보다는, 그동안 '안전하다'고 여겨졌던 섹터와 비즈니스 모델에 대한 재평가가 먼저 나타날 가능성이 높다. 이 과정에서 BDC의 투자 판단은 점진적으로 더 선별적으로 변할 수 있으며, 그 결과로 대출 대상과 구조에 대한 기준이 서서히 강화되는 흐름이 뒤따를 수 있다. 결국 향후 BDC 투자는 배당 수준이나 과거 성과보다, 어떤 산업과 어떤 수익 구조를 재검증하고 있는지, 그리고 그 재평가 과정에 얼마나 선제적으로 대응하고 있는지를 중심으로 판단할 필요가 있다.

도표 1. Pluralsight 사례 분석

구분	해석
기업 개요	기업 개발자·IT 인력을 대상으로 한 온라인 교육 SaaS 기업
비즈니스 모델	고객사 직원 수(Seat)에 연동되는 구독(subscription) 기반 매출
사모화 시점	2021 년
인수 주체	Vista Equity Partners
사모화 당시 기업가치	약 USD 3.5bn
인수 금융 구조	사모대출 중심의 레버리지 인수 (LBO)
대출 형태	Unitranche 사모대출
대출 규모	약 USD 1.3bn
주요 대출 참여자	Ares Capital, Blue Owl Capital, Golub Capital, FS KKR Capital, Goldman Sachs 계열
당시 신용 전제	반복 매출 구조, 기업 교육의 필수성, 낮은 경기 민감도
환경 변화	2023~2024 년 AI 개발 도구(ChatGPT, GitHub Copilot 등) 확산
사업 영향	개발자 학습 방식 변화, 기업 고객의 교육 라이선스 축소
매출 구조 변화	고객사 인력 감축 → 좌석 수 감소 → 반복 매출 약화
재무 영향	현금흐름 저하, 이자 지급 부담 확대
대출 상태 변화	2024 년 하반기 일부 대출 Non-accrual(이자 미지급) 전환
구조조정 시점	2024 년 말 ~ 2025 년 초
구조조정 방식	채무 재조정(restructuring), 파산 절차 미진행
채권자 지위 변화	대출단 일부가 채권자에서 지분 보유자로 전환
사건 해석	▷ 이번 Pluralsight 사례는 대출로서의 정상적인 회수가 어렵다는 인식하에, 채권자가 지분 전환을 통해 가치 회수를 시도하게 된 구조조정 사례였음. 이는 특정 기업의 경영 실패에 따른 개별 부실이라기보다, 좌석 수 기반 SaaS 모델이 AI 환경에서 구조적으로 취약할 수 있음을 드러낸 사건으로 받아들여졌음 ▷ 그 결과 BDC 및 사모대출 포트폴리오 내 SaaS 섹터 전반에 대한 재평가가 촉발됐으며, AI 충격이 이론적 우려를 넘어 실제 사모대출 손실과 구조조정으로 현실화된 초기 사례로 인식되고 있음

자료: 하나증권