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

2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ②: (히든 레버리지 파악하기)

레버리지는 줄지 않았다. 더 보이지 않는 곳으로 이동했을 뿐..

앞선 보고서 [2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ①]에서는 2026년 레버리지 파이낸스 시장이 차입자 우위 환경에서 출발했으며, 유동성 공급자 간 경쟁의 초점이 금리 수준보다 대출 문서와 구조 조건으로 이동하고 있음을 살펴보았다. 그 과정에서 사모대출 시장에서 먼저 나타났던 구조적 유연성이 공개 레버리지론 시장 (은행 · CLO 참여)에도 일부 확산되었고 차입자 입장에서는 전반적인 자금 조달 여건이 이전보다 느슨해진 국면으로 인식되고 있다.

이와 동시에 레버리지는 운영회사 (OpCo) 재무제표에 직접 반영되는 부채보다, 신용평가의 관측 범위 바깥에서 더 빠르게 축적되고 있다. (히든 레버리지 확산) 통상, 신용등급은 OpCo가 창출하는 현금흐름과 이에 직접 연결된 담보·보증·부채를 기준으로 산정되지만, 최근에는 스폰서 레벨 차입, 지주회사 (HoldCo) 부채, 펀드 단위 차입, NAV 대출과 같이 등급 산정에 즉각 반영되지 않는 차입 형태가 구조적으로 확대되고 있다.

물론 이들 차입은 OpCo의 직접 채무는 아니다. 다만, OpCo가 지속적으로 현금을 창출하고, 그 현금을 배당·자금 이전·자산 매각의 형태로 상위 구조에 이전할 수 있다는 전제 속에 성립하는 차입인 만큼 경제적으로는 동일한 현금 원천에 의존한다. 그 결과, 하나의 OpCo 현금흐름 위에 공개 시장에서 평가되는 부채와 평가 범위 밖에서 형성된 부채가 동시에 누적되고 있다.

이번 보고서에서는 '히든 레버리지 (HoldCo 부채, 스폰서 레벨 차입, NAV 대출)가 어디에 쌓이고, 어떤 경로를 통해 다시 OpCo 현금흐름과 연결되는지를 살펴보고자 한다.

HoldCo 부채: 기업 구조 내부에서 발생하는 상위 압력

HoldCo 부채는 운영회사 (OpCo) 위에 위치한 지주회사 (HoldCo) 차원에서 발생하는 차입 형태이다. 법적으로는 OpCo의 직접 채무가 아니기 때문에, 신용등급 산정 시 OpCo의 레버리지나 커버리지 지표에 제한적으로만 반영되거나 아예 제외된다. 이로 인해 공개 시장에서 관측되는 재무 지표는 상대적으로 안정적으로 보일 수 있다.

그러나 HoldCo는 자체적인 영업 현금창출력이 거의 없으며, 이자와 원금 상환 재원은 배당, 내부 대여, 지분 매각 등을 통해 결국 OpCo에서 창출되는 현금에 의존하게 된다. 법적 구조상 채무의 위치는 분리되어 있으나, 경제적으로는 동일한 현금 원천을 공유하는 구조다. 이러한 특성 때문에 HoldCo 레버리지가 확대될수록 OpCo 현금흐름의 가용성은 점차 제약될 수밖에 없다.

실적이 안정적인 한 문제가 드러나지 않겠으나, 실적 변동이나 경기 둔화 국면에서는 OpCo 현금이 감소하는 상황에서도 HoldCo 차원의 상환 부담이 유지될 수 있어, OpCo가

활용할 수 있는 현금 완충력이 빠르게 약화될 수 있다.

글로벌 신용평가사들은 이 점을 들어 HoldCo 부채를 스트레스 국면에서 신용 리스크를 증폭시키는 간접 경로로 평가하고 있다.

스폰서 레벨 차입: 기업 구조 바깥에서 쌓이는 히든 레버리지

스폰서 레벨 차입은 기업 구조 바깥, 즉 사모펀드 또는 운용사 (GP) 차원에서 발생하는 차입이다. 이 부채는 개별 포트폴리오 기업 (OpCo)의 재무제표나 신용등급에 직접 반영되지 않으며, 법적으로도 OpCo에 대한 직접적인 청구권을 갖지 않는다.

그럼에도 스폰서 차입을 OpCo와 무관한 리스크로 보기는 어렵다. 스폰서는 지배 주주로서 이사회 구성, 배당 정책, 잉여 현금 활용 방향에 실질적인 영향력을 행사한다. 이 때문에 스폰서 차입의 상환 논리는 계약상 권리가 아니라, 배당, 자산 매각, NAV 상승에 대한 기대를 통해 작동한다. 즉 법적으로는 분리되어 있으나, 경제적으로는 OpCo 현금흐름에 간접적으로 연결되어 있다.

평시에는 실적 호조와 충분한 현금흐름 속에서 이러한 구조가 문제로 인식되지 않을 수 있으나 실적 둔화 국면에서는 OpCo 채권자의 현금 보존 필요와 스폰서의 유동성 요구가 충돌할 수 있다. 실제로 최근 몇 년간의 구조조정 사례에서 확인되었듯이, 배당 제한이 형식적으로는 직접적인 현금 유출을 막더라도 스폰서 레벨의 유동성 압박은 구조 재편이나 순위 조정 같은 방식으로 간접적인 가치 이전으로 이어질 수 있다.

NAV 대출: 구조 밖 레버리지의 핵심 축

NAV 대출은 사모펀드가 보유한 포트폴리오 자산의 가치 (Net Asset Value)를 담보로 조달하는 자금으로, 펀드 레벨에서 발생하는 구조 밖 레버리지의 핵심 축이다. 이는 개별 기업 차원의 차입 여력이 제한된 상황에서, 스폰서가 레버리지를 간접적으로 확대할 수 있는 수단으로 활용되고 있다. NAV 대출은 개별 LBO의 재무제표나 신용등급 평가에는 직접 반영되지 않지만, 상환 논리는 궁극적으로 포트폴리오 기업 (OpCo)들의 현금창출력과 자산가치에 의존한다. 이 때문에 최근 레버리지드 파이낸스 시장에서는 NAV 대출을 스폰서 레벨 차입의 연장선상에 있는 구조적 리스크 요인으로 보는 시각이 늘어나고 있다.

전통적인 Fund Finance는 LP 미납 출자금 (LP Commitment)을 담보로 한 단기 유동성 관리 수단에 가까웠으며, 신용평가사들 역시 이를 핵심 리스크로 분류하지는 않는다. 다만 최근에는 담보 구조가 포트폴리오 자산 가치 (NAV)에 연동되는 사례가 늘어나면서, 일부 Fund Finance가 스폰서 레벨에서 실질적인 레버리지 효과를 만들어내고 있다. 이러한 구조는 배당, 자산 매각, 현금 재배치를 통해 간접적으로 OpCo 현금흐름에 압력을 가할 수 있다는 점에서 모니터링 대상이 되고 있다.

구조 밖 레버리지가 자본조달의 의사결정을 어떻게 바꾸는가

히든 레버리지 형태는 지주회사·스폰서·펀드 차원의 차입을 보다 상대적으로 부담이 적은 선택지로 인식되게 만들며, 레버리지 구조를 OpCo 바깥에서 설계하도록 유도하는 경향이 있다. 예를 들어, 운영회사 (OpCo) 차원에서 추가로 차입을 하면, 그 순간부터 신용등급, 차환비용, 문서 제약이 바로 따라붙게 된다. 반면 지주회사 부채· 스폰서 차입· NAV 대출 방식은 당장 신용등급이나 재무 지표에 크게 드러나지 않는다. 이 차이로 인해 레버리지를 OpCo 재무제표 안에서 늘리기보다, 현금흐름의 외곽으로 옮겨 쌓는 선택이 점차 선호되

고 있는 것이다.

뿐만 아니라, 이러한 변화는 운영회사의 현금 사용 방식에도 영향을 미치고 있다. 과거에는 Opco가 벌어들인 현금을 내부에 쌓아 두거나 (완충력 확보), 사업 투자에 직접 쓰는 경우가 많았다. 하지만 히든 레버리지가 늘어나면서 Opco의 잉여현금은 내부 안전판으로 사용되기보다 상위 구조의 필요 (지주회사의 이자, 스폰서의 유동성 관리, 펀드 차원의 자본 회수)에 더 민감하게 반응하게 되었다. 같은 이유로 사업 투자에도 OpCo가 직접 빚을 내서 하기보다는 펀드나 스폰서 차원에서 레버리지를 일으켜 진행하는 사례가 늘고 있다.

겉으로 보면 OpCo의 재무 지표는 안정적으로 유지되고 자본 효율성도 높아 보일 수 있지만 그 이면에서는 OpCo가 창출하는 현금흐름 위에, 눈에 잘 보이지 않는 상환 요구가 한 겹씩 더 얹히는 구조가 형성되고 있다. 결국 OpCo 현금이 감당해야 할 간접적인 부담이 점점 커지는 방향으로 의사결정이 바뀌고 있는 셈이다.

평시에는 보이지 않지만, 스트레스 국면에서는 증폭되는 구조

이러한 레버리지 구조의 특징은 정상 국면에서는 위험이 쉽게 드러나지 않는다는 점이다. 거래는 원활히 이어지고, 공개 시장에서 관측되는 디폴트 지표 역시 안정적으로 유지될 수 있다. 그러나 실적 둔화나 경기 하강 국면에 접어들 경우, 동일한 OpCo 현금흐름을 두고 공개 시장 부채와 상위 구조의 상환 요구가 동시에 작용하면서, 현금 배분의 충돌이 급격히 확대될 가능성이 커진다. 신용평가사들이 경계하는 지점 역시 위기 국면에서 신용 스트레스가 개별 리스크가 아닌 구조적으로 증폭될 수 있다는 점이다.

종합하면 2026년 레버리지드 파이낸스 시장은 거래가 원활히 유지되는 안정 국면에 놓여 있으나, 위험은 해소되기보다 신용평가의 관측 범위 바깥에서 빠르게 누적되고 있다. 그 결과 즉각적인 위험 시그널 포착이 어려울 수 있으며, 표면적인 신용 지표 이면의 구조적 레버리지에 대한 보다 면밀한 모니터링이 요구된다.

다음 글에서는 이러한 히든 레버리지가 어떤 경로를 통해 OpCo 차환 수요로 되돌아오는지, 그리고 그 과정에서 CLO의 재투자 여력과 만기 구조가 시장의 완충 장치로 어떤 역할을 수행하고 있는지를 보다 구체적으로 살펴볼 예정이다.

도표 1. 차입 형태 구조 분석

구분	차입 주체	OpCo 의 법적 채무 여부	OpCo 와의 현금흐름 연결	신용평가 반영 방식	핵심 리스크 포인트
OpCo 부채	운영회사 (OpCo)	직접 채무	OpCo 영업현금흐름이 직접 상환 재원	전면 반영	전통적 레버리지·커버리지 리스크
HoldCo 부채	지주회사 (HoldCo)	직접 채무 아님	배당·내부대여·지분매각을 통해 OpCo 현금에 의존	제한적/부분 반영	경기 둔화 시 OpCo 현금 완충력 잠식
스폰서 레벨 차입	PE/ GP (운용사)	직접 채무 아님	배당·자산매각·NAV 회수 기대를 통해 간접 연결	반영 안 됨	현금 보존 vs 배당 요구 충돌
펀드 단위 차입 (일반)	PE 펀드	직접 채무 아님	포트폴리오 배당·매각 대금에 의존 → OpCo 현금 간접 노출	반영 안 됨	회수 지연 시 구조 재편 압력
NAV 대출	PE 펀드	직접 채무 아님	담보는 NAV 지만, NAV 의 실체는 OpCo 현금·가치	반영 안 됨	NAV 하락 시 추가 담보·조기상환
Fund Finance (전통)	PE 펀드	직접 채무 아님	LP 미납 출자금 (Commitment) 기반 → OpCo 와 분리	반영 안 됨	OpCo 리스크와 직접 연결성 낮음

자료: 하나증권