2026. 2. 20 (금)

블루 아울 환매 중단 코멘트

글로벌 투자전략-선진국
Analyst 황수욱
soowook.hwang@meritz.co.kr

RA 박보경
pbg811@meritz.co.kr

- Blue Owl(AUM $3,070억)의 비상장 BDC OBDC II(NAV $16억) 환매 방식 변경
- 금리 인하와 상장 BDC NAV 괴리+유동성 미스매치+사모대출 신뢰 문제가 배경
- 정기 환매 기대가 깨지며 리테일 연쇄적 런(자금 유출) 우려. 소화할 시간 필요
- AI에 대체되는 S/W 우려까지. 다만 산업 전반보다는 S/W에 한정해 생각해야
- 서브프라임, 중복담보, 과도한 레버리지가 문제였던 금융위기와는 다른 구조
- OBDC II와 AI 인프라 투자(메타 하이페리온 JV)는 별개, AI H/W 우려는 기우

Blue Owl은 테크/소프트웨어 크레딧에 특화된 제품군을 가진 사모시장 중심의 대체투자 운용사. 2025년 12월 31일 기준 AUM은 3,070억 달러로 1) 크레딧(사모신용, 직접대출), 2) 부동산, 3) GP가 3대 플랫폼. 2월 19일 Blue Owl의 리테일 대상 비상장 BDC(Business Development Company, 특수형태 투자회사)인 Blue Owl Capital Corporation II(이하 OBDC II)은 분기별 환매 프로그램을 더 이상 제공하지 않고, 대신 자산을 팔 때마다(또는 분기 단위로) 현금 반환 방식으로 전환

Blue Owl의 OBDC II는 미국 중견기업 대출(사모신용, 지분투자)에 집중하는 BDC. 2025년 12월 31일 기준 183개 기업에 투자하고 있으며 투자자산의 공정가치는 16억 달러. '24년말 10-K 기준 투자 산업 구성 비중은 인터넷/소프트웨어가 10.1%로 가장 높고 음식료 8.4%, 제조업 8.1%, 헬스케어 테크 8.0%, 의료 서비스 7.2% 등으로 균형 있게 구성

사안의 핵심은 **리테일 대상 사모대출 펀드가 약속했던 분기별 정기 환매를 사실상 종료하고 자산 매각 대금으로 일괄/수시 현금 반환 구조로 전환**했다는 것. 언론 보도에서는 '환매 중단'이라는 자극적일 수 있는 표현이 부각되었으나, 완전 동결이라기보다 구조 변경 개념. 유동성을 완전 끊는 것이 아닌 기존 5% 분기 환매와 같은 정기 환매 대신 자산 매각을 통해 전 투자자에게 현금 반환(이번에는 NAV의 30%를 45일 이내 지급)하는 방식

2025년 11월 OBDC II는 환매 요청이 한도를 초과하며 환매 프로그램 중단. 이후 Blue Owl은 더 큰 상장 펀드(OBDC II는 비상장 펀드)인 OBDC와 합병하는 방안을 추진했으나, 투자자 손실 가능성 이슈로 반발이 커지며 철회. 2026년 2월 19일 Blue Owl은 유동성 확보를 위해 3개 펀드에서 총 14억달러의 대출자산을 매각했고 이 자금을 바탕으로 OBDC II 투자자에게 '정기 환매'대신 현금 반환 발표한 것

배경은 금리 인하 국면에서 상장 BDC(OBDC)의 NAV 디스카운트 확대, 비상장 BDC(OBDC II)의 유동성 창구 요청 누적(환매 요구 누적)과 신뢰 훼손

BDC는 변동금리 대출 비중이 높아 고금리 환경이 유리. 2025년부터는 금리 인하 기대 + 경쟁 심화로 스프레드 압박 겹침. 시장은 배당 유지 가능성에 할인율을 높였고, 그 결과 P/B(=주가/NAV)가 하락하기 쉬웠음. OBDC는 3Q25에 투자수익이 전분기 대비 감소했고, 그 배경으로 조기상환 관련 수익 및 이자수익 감소로 설명

그 결과 OBDC(상장 BDC)가 NAV의 0.79배로 거래되고, OBDC II는 비상장이라 NAV로 환매가 가능해 "OBDC II에서 나와서(=NAV) OBDC를 할인에 사는" 트레이드 가능. OBDC II 자산의 98%가 OBDC와 겹쳐 아비트리지 기회가 생김

2025년 중반부터 OBDC의 NAV 디스카운트가 커지면서 "OBDC II 환매 → 할인된 OBDC 매수" 아비트리지가 열렸고, 분기 캡(5%) 구조 때문에 환매 초과 수요가 누적되며 '급증'. 누적된 환매 이슈를 타개하기 위해 Blue Owl이 작년 11월 상장/비상장 BDC(OBDC, OBDC II)를 합병하는 방안을 모색했으나, OBDC II 투자자 반발로 철회되는 과정에서 구조/거버넌스 리스크로 인식되며 환매 요구 심화. 여기에 연말 사모 대출 시장 불안 심리가 리테일 자금의 유동성 선호를 강화시킴

일부 AI 디스럽션 우려(사스포칼립스)로 소프트웨어 주가가 크게 밀린 흐름이 사모신용 쪽으로도 심리 전이. AI가 부채 많은 소프트웨어 회사를 잠식할 것이라는 우려가 배경. 이번 Blue Owl의 대출자산 매각풀에서도 소프트웨어/서비스가 13%로 최대 섹터이며, OBDC II도 분산투자 되어있긴 하지만 소프트웨어 산업 비중이 가장 높음

문제는 단기 환급-장기 투자라는 유동성-자산 미스매치 이슈. 비상장/세미리퀴드 구조에서 정기 환매 약속이 깨지는 데 따른 걱정. 이렇게 되면 부실자산 때문이라기보다 **리테일 사모 신용의 구조적 런 우려가 부각될 소지.** 한편 Blue Owl이 자산 매각시 공정가치의 99.7%로 가치를 보전했음을 강조했으나, 고품질 자산을 우선적으로 매각한 것이 아니냐는 우려 남아 있음. 잔여 포트폴리오의 평균 질이 나빠질 수 있다는 반론도 여전히 성립. 이는 해당 사모펀드와 관련 자산운용사의 향후 상품 판매나 신뢰와 관련된 제한된 문제

따라서 이러한 유동성 우려는 일부 산업/기업에 국한될 문제라는 생각. 2008년 금융위기와 같은 시스템리스크로 번질 가능성은 낮다는 판단

먼저 이번 환매 이슈는 기초 자산의 부실 문제가 아님. 앞서 서술한대로 BDC 구조와 신뢰에 따른 환매 이슈. AI에 대체되는 S/W 기업 일부가 가능성 있음. 그러나 양호한 미국 경기 상황과 금리 인하 구간에서 이러한 우려는 산업 전방위적으로 확산되는 그림은 아닐 것. AI S/W에 한정된 문제라고 생각함

레버리지의 연쇄 청산에 따른 붕괴 가능성도 제한적. BDC는 규제상 과도한 레버리지 활용이 제한되어 있음. BDC는 1940년 투자회사법 체계에서 레버리지를 '자산커버리지'규정으로 직접 제한받음. 기본적으로 자산커버리지 200%를 충족해야 함. 이번 OBDC II는 공시에서 타깃 레버리지를 0.75배로 제시하고, 2024년말 커버리지는 231%로 규제 여유가 남아 있음. 대출자산을 공정가치의 99.7% 수준으로 매각한 이후 남은 포트폴리오의 레버리지는 0.5배 수준으로 여전히 건전한 상태

OBDC II에서 소프트웨어 산업에 대한 익스포저의 경우 모든 경우에서 선순위 대출이며, 평균 LTV는 30% 수준. 손실을 보려면 소프트웨어 기업 주가가 70% 이상 훼손되어야 함. 부채 손실 시나리오에서 기업에 문제가 발생한다고 해서 반드시 손실이 발생하는 것은 아니며 경우에 따라 지분을 인수해야할 수도 있는데 그런 가능성을 반영해도 순손실률은 8bp 수준이라고 설명

AI 인프라 투자 사모대출 위축 우려도 과하다는 의견. OBDC II의 소프트웨어 기업 대상 대출 비중이 높아 AI 리스크가 연계되어 언급. 여기에 블루 아울이라는 운용사 자체가 'AI 인프라 투자의 강자'라고 스스로 설명하는 기업. 이런 점들이 AI 인프라 투자에 사모대출이 늘었던 것과 연계되며 AI 데이터센터 투자 우려까지 번지는 중

그런데 메타 데이터센터 투자에 들어간 하이페리온 JV 비히클은 OBDC와 법적 래퍼, 자산 성격, 유동성 매커니즘이 전혀 다른 Real Assets 쪽임. 대출 포트폴리오가 아닌 데이터센터 인프라를 소유/운영하는 실물자산/프로젝트 지분투자에 가까움. OBDC는 중견기업 대출 중심의 특수 금융

OBDC/OTIC 환매 수요가 너무 커져서 메우기 위해 하이페리온을 회수한다고 생각할 수도 있는데 이는 플랫폼/비히클이 다른 돈주머니를 섞어쓰는 가정. 이는 규제/수탁/수익자 구조상 일반적으로 성립하기 어려움

이미 작년 11월부터 부각된 사모신용 우려 문제는 시장이 계속 소화해 나가는 중으로 생각. S&P500 PER은 작년 11월 초 23배 고점 이후 21배까지 계속 하락 중. 이번 이슈도 이 연장선상에서 소화하는 이슈로 생각. **지수가 약 3달간 횡보하는 상황에서 이번 이슈가 지수를 하락 추세로 전환시킬 요인으로 보이지는 않음**

다만 이슈를 소화하는 과정에서 1) 동종 세미 리퀴드/비상장 BDC에서 환매조건 변경 등이 연쇄적으로 일어나는지, 2) 공정가치 부근의 자산 매각이 계속될 수 있는지, 3) BDC/사모크레딧 관련 공모시장의 디스카운트가 구조적으로 재확장되는지, 4) 펀드가 유동성 확보를 위해 다른 비히클 자산까지 동원하는 패턴이 반복되는 지 등은 계속 점검할 필요

(참고 1) 블루아울 4Q25 실적발표 중 주요 Q&A 정리(2.5)

1. 소프트웨어 종말이 큰 테마로 부각되고 있는데, 블루아울의 익스포저는? 또한 이들의 신용 퀄리티에 변화가 있는지

위험이 보이지 않는 상태, 테크 포트폴리오는 전체 포트폴리오 내 가장 깨끗한 상태. 관련 대출들은 평균적으로 인수 시점 기업가치 대비 30% 수준의 LTV. 4Q22 ChatGPT 등장 이후 포트폴리오는 평균적으로 매출 40%, EBITDA 50% 성장. 4Q25만 놓고 봤을 때 매출 10%, EBITDA 미드싱글 QoQ 성장률 기록

AI가 소프트웨어의 종말이라는 주장은 과장. 소프트웨어는 단일한 개념이 아니며, 기업 비즈니스 프로세스에 깊이 통합되어 "Enabler"역할을 하고 있기 때문. 물론 취약한 부분도 존재하지만 블루아울이 투자한 기업들은 데이터 해자 + 강한 운영 환경 확보 중이며, 헬스케어나 금융 등 AI를 도입해 비용 절감하는 기업들

신용 퀄리티 관련 의미 있는 변화 X. 소프트웨어 대출 익스포저는 AUM의 8%

2. 하이퍼스케일러 CapEx 사이클 - 디지털 기회 사이에 괴리가 있는 것처럼 보임. 이 부분에 대한 설명 및 신용 리스크는?

AI 버블 우려와 무관하게 슈퍼사이클은 계속될 것이며 블루아울은 장기리스를 구조화하는 능력 보유 중. 중요한 부분은 실제로 하이퍼스케일러들이 블루아울과 15년-20년짜리 장기 임대를 체결하고 있음. 그 덕분에 디지털 인프라 분야에서 뛰어난 성과를 제공 중. 실제로 ORAD 상품은 작년 11% 수익률 기록 + 배당수익률 7%로 인상

3. 소프트웨어 익스포저 관련, 어떤 경우에 블루아울에 손실을 입게 되는지 궁금. 실제로 기업이 부실화될 경우 회수율도 궁금. 부채 자본 측면으로 나눠서 설명

주식 측면: 지난 3년간 소프트웨어 지수는 23% 상승. 최근 1년동안 20% 하락하긴 했지만, 소프트웨어 딜 체결 시점을 고려하면 지분가치는 상승해 있는 상황

부채 측면: 블루아울은 소프트웨어 분야에서 거의 모든 경우 First Lien 대출자. 평균 LTV는 약 30% 수준. 즉 인수 이후 지분 가치가 23% 상승했다는 것은 그만큼 더 두터운 지분 쿠션이 존재한다는 의미

손실 시나리오 - 주식: 디폴트율, 회수율 기준으로 상정하기 어려울 정도로 가능성이 낮음. 손실을 보려면 소프트웨어 기업 가치가 70% 이상 훼손되어야 함. 그리고 블루아울은 단순 어플리케이션 계층보다는 비즈니스 프로세스에 통합되어있으며 데이터 해자를 가지고 있는 기업들에 투자 중. 때문에 4Q에도 여전히 중반대 QoQ 성장률 기록 중

손실 시나리오 - 부채: 기업에 문제가 생긴다고 해서 반드시 손실이 발생하는 건 아님. 경우에 따라 지분을 인수해야 할 수도 있는데 그런 가능성을 반영해도 순손실률은 8bp 수준

(참고 2)블루아울 OBDC II 환매 중단 관련 Q&A(2.19)

1.오늘 발표된 ODBC II 환매 중단 보도 관련 설명 부탁

환매 방식을 변경하는 것이 더 올바른 표현. 환매 중단이라는 표현은 잘못된 보도. 지난 8년간 매 분기 5%씩 텐더 오퍼 방식으로 환매 진행. 이번 분기에는 오히려 환매를 가속화. 향후 45일 이내 투자자들에게 장부가 기준 자본의 30%를 현금으로 돌려줄 예정

이 펀드는 영구 BDC와 다른 구조로, 펀드 설립 당시에 전략적 거래 시점, 투자자 자본 반환 가능성이 명확히 언급되어 있었음. 이번에 바뀌는건 이런 것들이 아닌 자본 반환의 경로

2. OBDC II를 왜 전부 매각하지 않았는지? 부채구조 때문인지 아니면 어떤 문제를 제거하려는 목적이었는지?

11월 OBDC II(비상장)-OBDC(상장) 합병을 철회했었는데, 이 과정에서 혼란이 야기됨. 빠르게 조치하기 위해, 즉 투자자들에게 자본을 신속하게 반환하기 위해 OBDC II를 일부만 매각한 것. 전체를 매각했다면 더 오래걸리고 복잡해졌을 것

이번 거래 이후 남은 포트폴리오도 건전한 상태. 레버리지 0.5배 수준, 유동성 확보, 포트폴리오 분산된 상황 + 포트폴리오 내 대충 상환에 대한 가시성도 확보된 상황

3. 소프트웨어에 특화된 BDC들도 있는데, 신규 소프트웨어 대출에 대한 투자 의향이 어느정도인지? 경쟁사들이 이 영역에 보수적이게 되면 오히려 더 좋은 기회가 생기는 건지?

늘 소프트웨어를 선호해왔고, AI 환경에서 보호될 수 있는 기업과 취약한 기업을 구분할 수 있는 역량을 가지고 있음. 다만 AI의 잠재적 영향을 가볍게 보고 있지는 않음. 그래서 매우 선별적으로 접근할 것이고 소프트웨어 비중이 늘어날 가능성은 낮아 보임. 향후 1-2년 동안은 소폭 감소할 가능성이 더 큼

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.