COMPANY
UPDATE

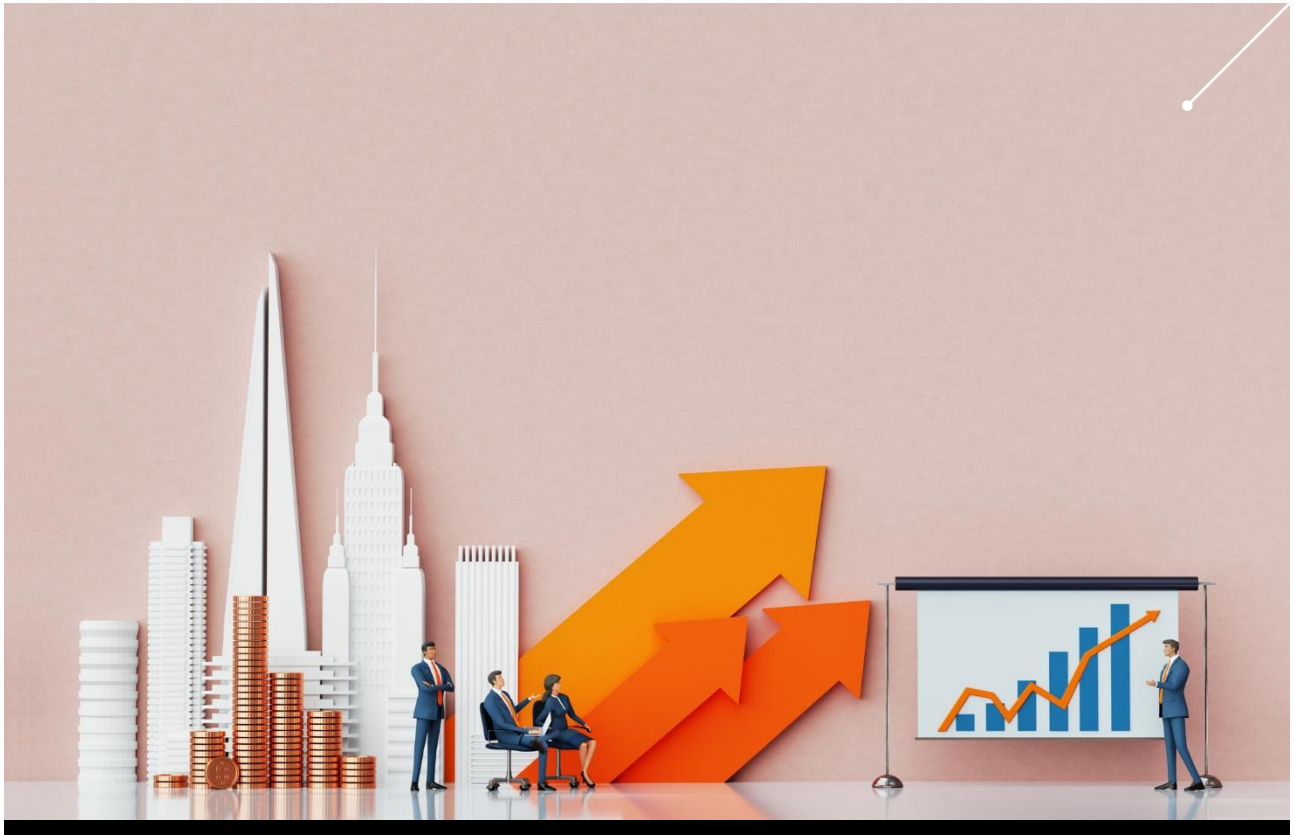
2026. 2

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권



대체투자

PE(Private equity)시장

성숙기에 진입하는 PE 시장

PE(Private Equity)

글로벌 PE 시장은 지난 3년간 고금리, 고가 매입의 후유증, 정책 불확실성으로 긴 침체를 겪은 뒤 2025년 가느다란 회복의 신호를 보였습니다. 2025년 엑시트(매각)와 딜 거래 모두 2021년 고점에 근접했으며 IPO도 재개되었습니다. 그러나 소위 'A급' 메가딜만 엑시트되는 극심한 양극화를 보였으며 중소형 딜은 여전히 적체돼 가장 중요한 LP에게 지급되는 분배금에 영향을 미치고 있습니다.

PE 시장은 성숙기에 진입하고 있습니다. 과거처럼 기업을 싸게 사 레버리지를 크게 일으킨 뒤, 멀티플을 확장해 엑시트하는 방식은 더 이상 통용되지 않습니다. 이제 기업의 운영 가치 개선이 핵심적인 수익 창출 방식이 되고 있습니다. 운용가치 창출 능력이 중요해지는 대신, 멀티플 및 레버리지 의존도가 낮아져 시장 환경에 덜 민감한 PE시장 구조로 전환하고 있다고 판단합니다. 장기간 PE는 금리에 민감한 사이클 산업이었으나 이제는 구조적 운용 경쟁력을 요구하는 산업으로 발전하고 있습니다.

운용 난이도 상승, 배당 리캡(대출을 통한 배당 지급) 증가, 엑시트까지 장기화 추세, AI로 대부분 산업에 구조적 위협 잠재 등 다양한 리스크에도 PE투자가 필요한 이유는 세가지입니다. 1) 포트폴리오 분산: 주식의 높은 변동성과 과도한 테크 집중도, 채권의 낮은 기대수익률, 부동산의 정책 리스크를 분산해야 합니다. 2) 전통자산과의 낮은 민감도: 주식-채권의 상관계수마저 상승하며 전통자산 외의 자산으로 포트폴리오 배분이 필요합니다. 대체투자가 필요하며 과반 이상의 비중을 차지하는 전략은 PE를 배제하기 어렵습니다. 3) 알파 창출: 비상장 주식 시장의 방대함 고려 시, 상장주식만 집중할 경우 초과수익 창출이 어려워질 수 있습니다.

2025년 바닥을 확인한 PE시장은 2026년 딜과 엑시트 증가 추세를 이어가며 서서히 분배금 개선을 예상합니다. 1) 주식시장과의 밸류에이션 갭이 역사적 평균을 상회하는 30%로 재확대되었고 2) 3년 전 대비 조달금리는 300bp 이상 하락하며 바이아웃 LBO 거래에 유리한 환경이 되었으며, 3) 2021년 고가 매입 자산의 엑시트 시작과 세컨더리 시장 확대에 따른 유동성 공급이 진행되고 있기 때문입니다. 2025년은 소수 메가딜이 시장을 견인했을뿐 Growth 전략이나 중소 딜은 침체였습니다. 최근 AI 및 테크산업 성장으로 중간 단계 성장 기업의 투자 선호도가 높아졌고, 미 M&A 시장에 우호적 정책 변화로 온기는 시장 전반으로 확산될 것입니다.

글로벌 PE 시장에 최근 특징은 폐쇄형 펀드 구조의 전형적인 기관 자금 유입 외에, SMA(기관 맞춤형), 에버그린 펀드(만기가 없는 펀드) 등 비전통 구조에 자금 유입이 증가하고 있다는 점입니다. 리테일 투자자 및 유동성이 중요한 보험사 수요 증가에 기인합니다. 단, 미국의 에버그린 펀드는 500개를 돌파했지만 검증되지 않은 상당 수의 펀드도 있다는 점을 고려해야 합니다. PE 펀드의 성과 변수는 빈티지(펀드 결성시기), NAV의 회전 속도, 운용사의 역량입니다. 특히 PE나 VC는 상하위 펀드별 IRR 편차가 크다는 점에서 투자 시 상기 요소를 고려해야 합니다.

EXECUTIVE SUMMARY

PE 시장 리뷰	• 2025년 2분기 관세정책으로 일시 중단되었던 미국 PE 거래는 강한 반등, 2025년 역사상 두번째로 PE 거래액은 1조 달러를 돌파 • PE시장의 지난 3년간 침체는 엑시트(기업 매각)의 가뭄에 의한 분배금 감소 및 중단에 기인. 딜 거래 활성화는 엑시트 회복의 단초 • 2025년 엑시트 활동은 2021년 고점에는 미달했으나 강한 회복, 그러나 대형 엑시트 딜 의존도가 높아짐은 한계로 남음 • 장기간 엑시트 지연 누적, 배당 리캡(대출을 통한 배당 지급)으로 LP의 자금 회수가 늦어지며 글로벌 PE펀드의 자금모집은 여전히 부진
전략별 현황	• 기업의 성장 단계별로 PE의 투자 형태는 VC, Growth, 바이아웃으로 나뉨. 그간 바이아웃 펀드가 대부분이었으나 2025년 Growth 전략 부상 • Growth 전략은 레버리지를 최소화하며 수익 추구 방식도 재무 레버리지보다 매출 성장과 운영 개선에 주력, 2025년 가장 좋은 성과 기록 • 바이아웃의 M&A 거래액 역시 역대 최대였던 2021년을 상회. 자금 조달 비용 감소와 함께 반독점국 수장이던 게일 슬레이터의 퇴임은 우호적 • 카브아웃(기업 분할)의 매각 주체는 구조조정 및 재무구조 개선을, PE는 검증된 사업부를 합리적 가격에 인수할 기회로 활용하며 거래 증가세
새로운 트렌드	• PE(비상장 주식)의 투자 방식은 공개 상장주식과 달리 회사 경영에 직접 개입해 시간을 들여 기업가치를 키운 뒤 엑시트 하는 것 • 2021년까지 PEF들은 레버리지와 밸류에이션 배수 확대로 기업가치 증대를 꾀했다가 급격한 가치 조정을 겪은 뒤 매출 및 운영 개선에 역점 • LBO를 활용하는 바이아웃 펀드는 레버리지 활용이 필수, 그러나 고금리 후유증 이후 LBO 조건도 보수적으로 전환하며 에쿼티 비율 상승세 • 미국 시장 과열, 정책 혼돈 속 포트폴리오 분산과 밸류에이션 매력을 찾아 유럽 PE 시장 부상, 방산산업 고성장과 승계솔루션 수요 증가도 한 몫
투자포인트	• 바이아웃 펀드는 역사적으로 공개 상장주식 시장을 상회하는 수익률을 보여왔으나 2025년 모든 사모 전략이 상장 주식시장 성과를 하회 • 2021~2022년 바이아웃 펀드와 주식 간 밸류에이션이 맞닿았으나 2024년부터 재확대, 바이아웃의 할인율은 30%로 밸류에이션 부담 하락 • 금리 하락과 스프레드 축소가 결합돼 2022년 고점 대비 조달금리 300bp 하락, PE의 LBO 거래에 긍정적, 딜 활성화 촉진과 엑시트 밸류 개선 • 배당 리캡 영향은 있지만 2025년 납입자본 대비 분배금 비율 반등, 향후 금리 하락, 엑시트 개선, 세컨더리 시장 확대로 분배금은 느린 개선 예상
리스크 점검	• PE 딜 내 최대 비중인 소프트웨어 섹터는 AI로 인한 리스크 상승, 그러나 AI는 유통망, 독점적 과거 데이터, 벤더 통합에 한계, 기업별 편차 확대 • 단, 2020~2022년 빈티지는 리스크에 유념해야. 당시 소프트웨어 기업은 PSR 15~20배에 인수, PEF의 적극적 운영 개입과 구조조정 필요 • 개인이 시장에 진출하며 에버그린 펀드 증가, 그러나 사모대체 내 유동성 메커니즘이 충분히 검증되지 않았다는 점에서 리스크 관리 필요 • PE의 성과 변수는 빈티지(펀드 결성 시기), 자산의 회전 속도, 운용사 선택. 시장이 성숙하며 상하위 펀드간 격차가 확대 되고 있기 때문

자료: 삼성증권

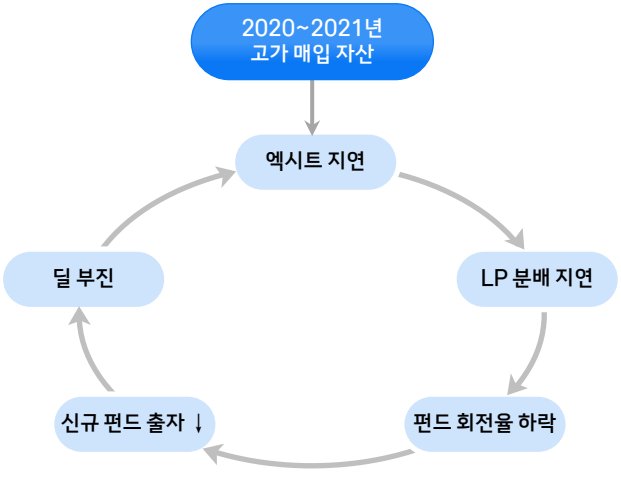
PART
01

Private Equity: 거래 활동의 부활

PE 활성화 신호

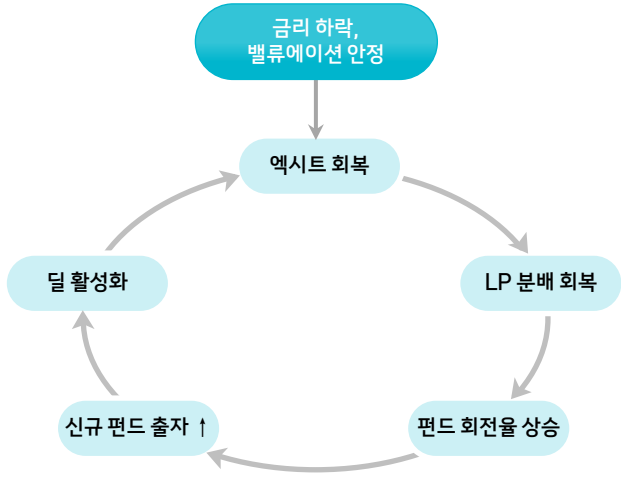
- 지난 3년간 위축되었던 글로벌 PE 시장은 2025년 바이아웃 딜 및 엑시트(매각) 증가, IPO 일부 재개 등 시장 활성화 신호를 보임
- 그러나 자금 집행, 기업 포트폴리오의 가치 창출, 자금 모집은 점차 어려워지는 상황. 주요인은 엑시트 지연
- PE 시장은 성숙기에 진입. 과거처럼 레버리지 및 단순 멀티플 확장에 기댄 수익 추구 방식은 작동하기 어려워지는 추세,
  포트폴리오 기업의 운영 개선 능력이 중요해지고 있으며 궁극적으로 분배금과 IRR을 동시에 고려하기 시작한 LP(출자자)의 요구에 부응하기 위한 것
- 금리 하락으로 PE 시장 환경은 개선세이나 수익을 내는 방식은 변화. 딜 규모, 운영 역량, AI 활용, 유동성 관리 등 운용 난이도는 높아지고 있음

2022~2024년 PE시장 침체의 원인



자료: 삼성증권

2025년 회복의 신호

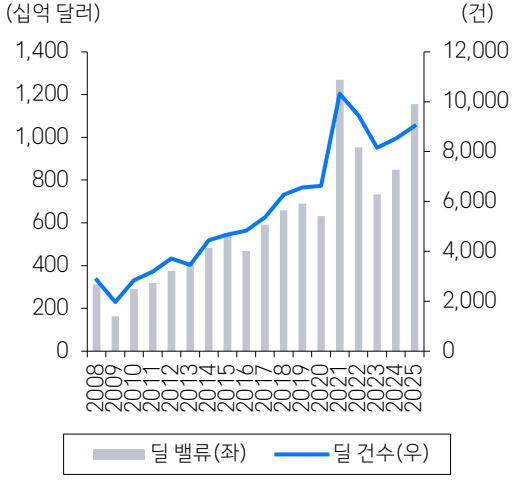


자료: 삼성증권

딜 거래: 부활

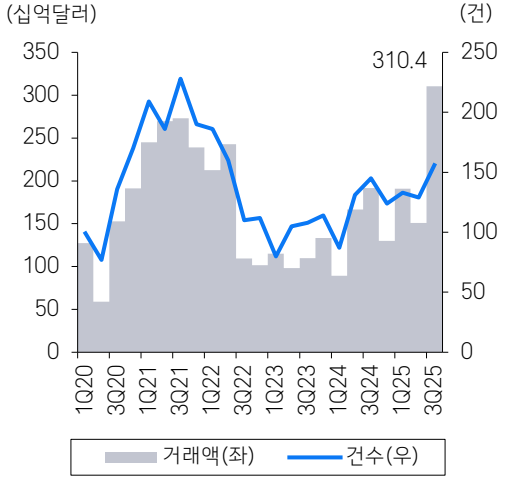
- 2025년 2분기 관세정책으로 미국 PE 딜 거래는 일시 중단. 점차 불확실성이 해소되며 3분기 다시 risk-on 기조로 전환, 역대 최대 분기 딜 거래 달성
- 하반기 강한 반등으로 2025년 역사상 두번째로 거래액이 1조 달러를 돌파한 해로 기록(2021년 1.3조 달러로 정점)
- 메가딜 기여가 컸음. 메가딜 건수는 150건, 금액은 5,678억 달러로 역사상 최고. 550억 달러 규모의 EA 비상장 전환 딜이 대표적
- 딜 거래 증가는 결국 엑시트(매각) 증가 가능성을 시사

미국 PE 딜 거래



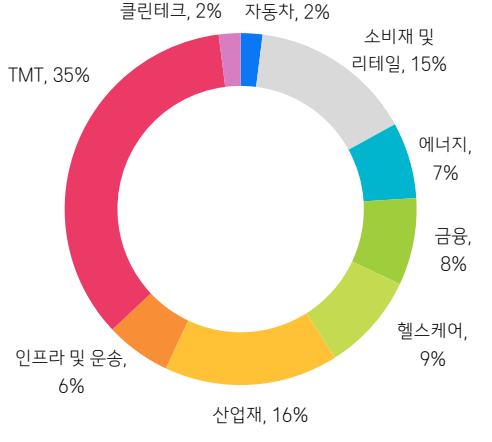
자료: Pitchbook, 삼성증권

3분기 글로벌 메가딜은 역대 최고치



참고: 10억 달러 이상 딜 합계 기준, EA(550억달러), Air Lease (280억달러), Sempra Infra(10억달러) 등이 반영됨
자료: Dealogic, 삼성증권

2025년 미국 PE 딜 거래액 산업별 구분

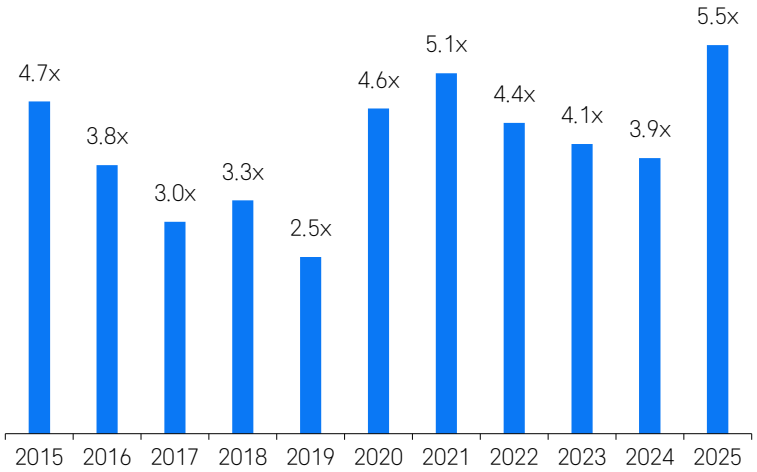


참고: TMT= Technology, Media, Telecommunications
자료: Pitchbook, 삼성증권

딜 거래: 양극화

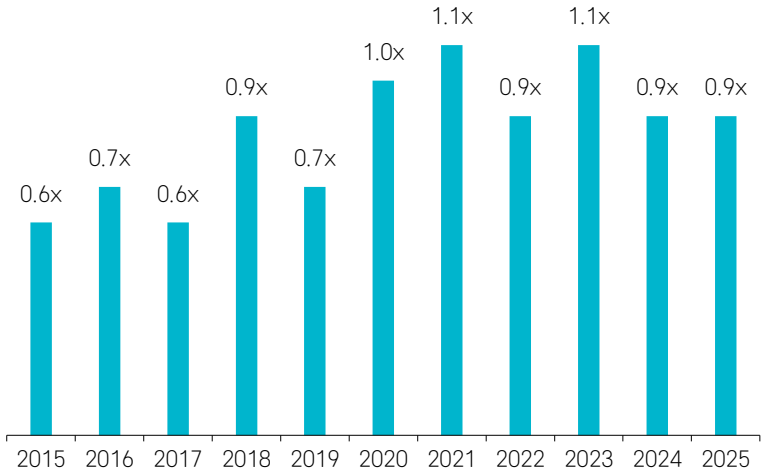
- 2025년 PE딜 시장은 뚜렷한 회복을 보였으나 메가딜(25억 달러 이상)이 견인하는 호황, 소수의 큰 딜만 살아난 시장으로 중소 딜에 온기는 미치지 못함
- 지정학적 리스크, 관세정책 등으로 보수적 딜 심사가 이뤄지며 질과 규모를 키우는 전략으로 이동하고 있기 때문
- 25억 달러 이상의 메가딜에서 EV/매출 배수는 역사적 최고 수준인 5.5배 기록, 반면 2,500만달러 미만 딜에서 EV/매출 배수는 0.9배에 그침
- 메가딜 기여가 커지며 중위값 EV/매출 배수가 상향되는 효과, 바이아웃 펀드의 EV/EBITDA 평균은 11.8배이나 5억 달러 이상 딜은 15.8배로 격차가 큼
- 진정한 회복을 느끼기 위해서는 중소 딜로 거래 증가와 밸류에이션 상승이 확산되어야 할 것

글로벌 25억 달러 이상 딜 EV/매출액 배수 중간값



참고: 북미와 유럽 대상
자료: Pitchbook, 삼성증권

글로벌 2,500만달러 미만 딜의 EV/매출액 배수 중간값

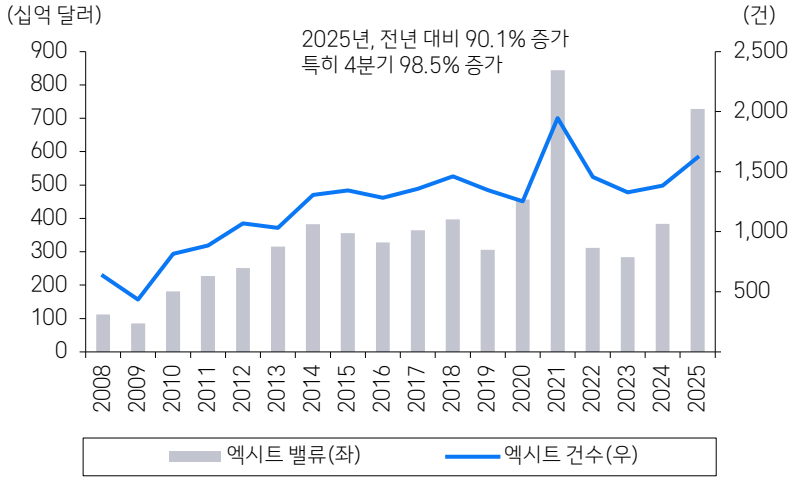


참고: 북미와 유럽 대상
자료: Pitchbook, 삼성증권

엑시트: 위기 탈출, 그러나 메가 딜 중심

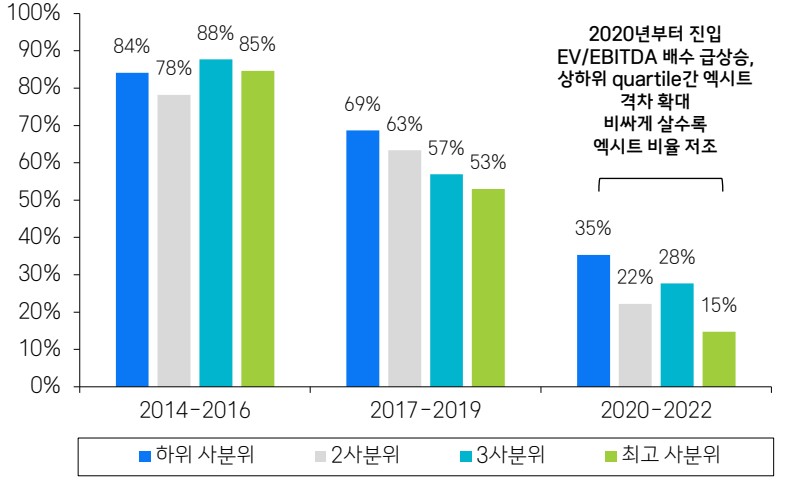
- 2025년 미 PE 시장의 엑시트 활동은 2021년의 정점은 미달했으나 강한 회복. 금리 인하에 따른 자금 조달 시장 개선, 밸류에이션 안정 영향
- 그러나 딜 거래와 마찬가지로 대형 엑시트 활동에 의존도가 높아짐. 소수의 고품질 자산만이 유리한 조건으로 매각된 반면, 대부분 소형 딜은 미매각 상태
- 2025년 엑시트의 주요 방식은 전략적 매각(Strategic sale), 세컨더리 전략이었으며 IPO는 정부 폐쇄 등으로 미약. 2026년 IPO의 부분적 재개 예상
- 거래 멀티플과 엑시트 활동 속도는 높은 상관관계. 고가에 인수된 포트폴리오 기업들은 시장 대비 느린 속도로 엑시트
  - 다수의 스폰서는 여전히 높은 진입 밸류에이션으로 지속 보유 전략을 불가피하게 선택하고 있는 상황
- 이로 인해 엑시트가 증가했음에도 LP에게 돌아간 분배금은 저조한 수준. 3년간 엑시트 정체 영향이 누적되었고 소수 메가딜만 엑시트에 성공한 결과

미국 PE 엑시트 추이 – 4년 만의 회복



자료: Pitchbook, 삼성증권

바이아웃 펀드 내 EV/EBITDA 배수 분위(quartile)별 엑시트 비율

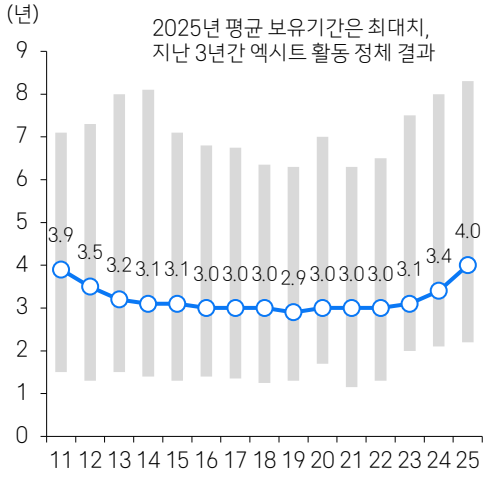


자료: Preqin, 삼성증권

엑시트: 포트폴리오의 노후화

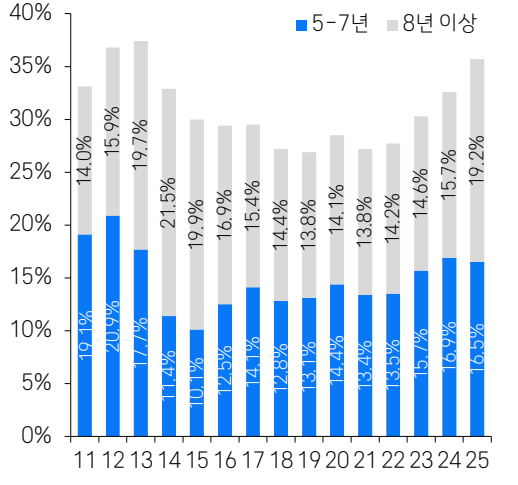
- 최근 엑시트 활동 증가에도 장기간 지속된 엑시트 지연으로 PE 펀드 연장 증가, 바이아웃 펀드는 고령화. 2025년 평균 보유기간은 4.0년으로 최고치
- 일반적으로 투자 자산 연령이 6~7년차에 이르면 엑시트로 전환해야 하는 구간, 엑시트를 통해 펀드의 NAV가 빠르게 하락해야 건강한 사이클
- 빈티지별 NAV에서 2017~2019년 비중이 적어야 하나(7년차 이상), 2020~2022년 신빈티지와 유사한 비중. 엑시트 병목 장기화를 의미
- 동시에 미국 내 파산 신청건수가 2022년 이후 상승세임은 고려할 리스크

미국 바이아웃 펀드 내 평균(median) 보유 기간



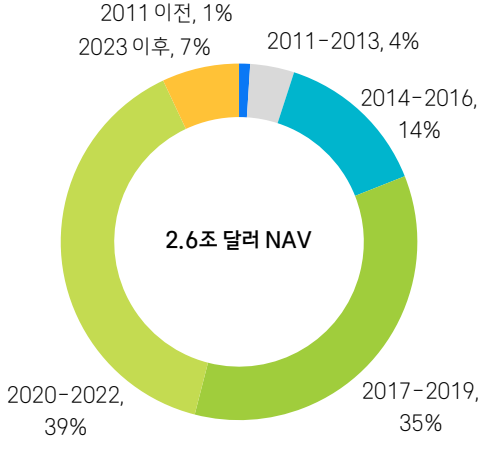
자료: Pitchbook, 삼성증권

보유기간별 바이아웃 펀드 내 기업 비중



자료: Pitchbook, 삼성증권

미국 빈티지별 PE의 NAV 비중



자료: Pitchbook, 삼성증권

분배금: 배당 리캡(대출을 이용해 기업을 매각하지 않고 배당 지급) 증가

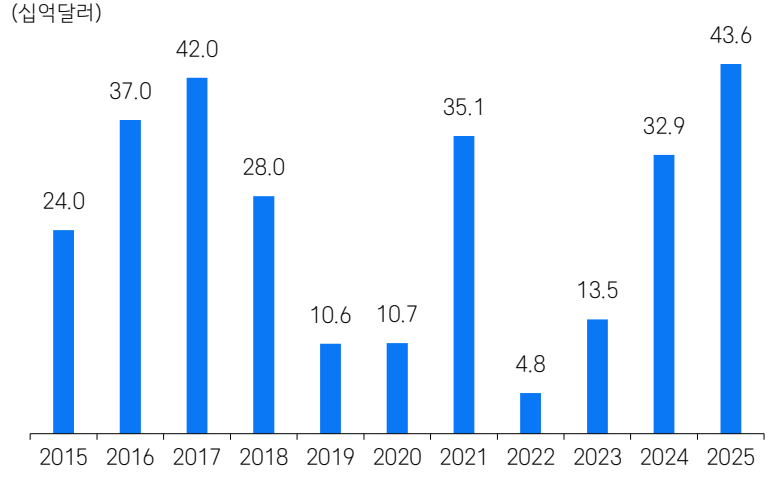
- 지난 3년간 엑시트 지연 누적으로 분배의 어려움은 여전. 이제 LP들은 Gross IRR만큼 분배금에 관심이 전환
- LP 요구로 GP는 배당 리캡(배당 재자본화) 의존도 ↑. 실질적 현금 분배보다 구조적 유동성 이벤트가 증가하는 셈. 낮은 자금 조달 비용이 이를 가속화
  - PE가 레버리지론을 이용해 기업을 매각하지 않고도 배당 지급하는 현상은 금리가 하락한 2024년부터 증가세
  - 2025년 12월 초 기준 스폰서들은 BSL(broadly syndicated loan)로 436억 달러의 배당 지급, 금융위기 이후 최대(이전 고점은 2021년의 351억 달러)
  예) Parexel, 기존의 기간 대출 리파이낸싱과 15억 달러의 일회성 배당 지급을 위해 2031년 만기인 40.7억 달러의 '기간대출 B' 발행
- 서서히 IPO 재개가 예상되고 투자 회수 조건도 개선세이므로 엑시트 활동 증가가 지속된다면 LP 분배금도 2026년부터 정상화 가능성

바이아웃 펀드의 빈티지와 투자기간별 DPI

빈티지	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9
2006~2014	0.04x	0.06x	0.11x	0.19x	0.32x	0.46x	0.67x	0.88x	1.12x
2015	0.03x	0.07x	0.14x	0.26x	0.38x	0.61x	0.90x	0.97x	1.03x
2016	0.01x	0.05x	0.14x	0.14x	0.27x	0.59x	0.84x	1.02x	1.18x
2017	0.08x	0.05x	0.11x	0.17x	0.38x	0.60x	0.73x	0.93x	
2018	0.01x	0.04x	0.06x	0.15x	0.33x	0.37x	0.47x		
2019	0.02x	0.03x	0.13x	0.19x	0.27x	0.38x			
2020	0.02x	0.08x	0.09x	0.12x	0.22x				
2021	0.02x	0.05x	0.08x	0.14x					
2022	0.01x	0.03x	0.06x						

자료: Pitchbook, 삼성증권

스폰서의 배당 리캡(배당 재자본화)을 위한 대출액

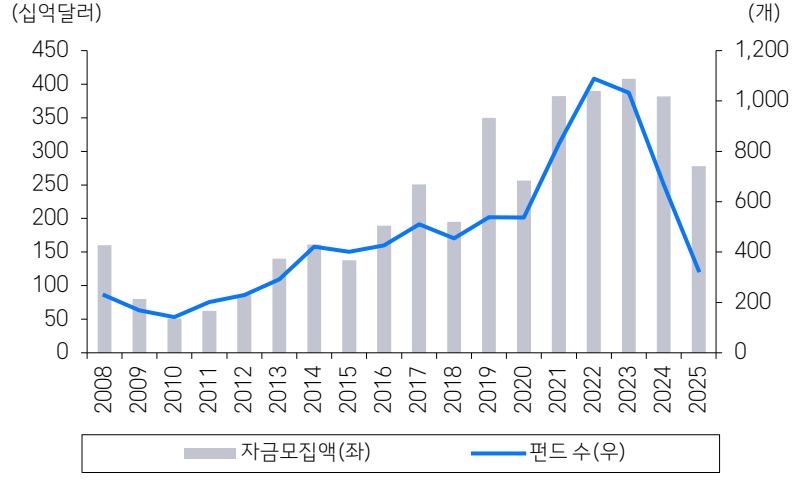


참고: Dividend recap(배당 재자본화), 기업이 대출을 통해 PE 스폰서에게 배당으로 지급, 미국 대상
자료: Pitchbook, LCD

자금모집: 아직은 저조

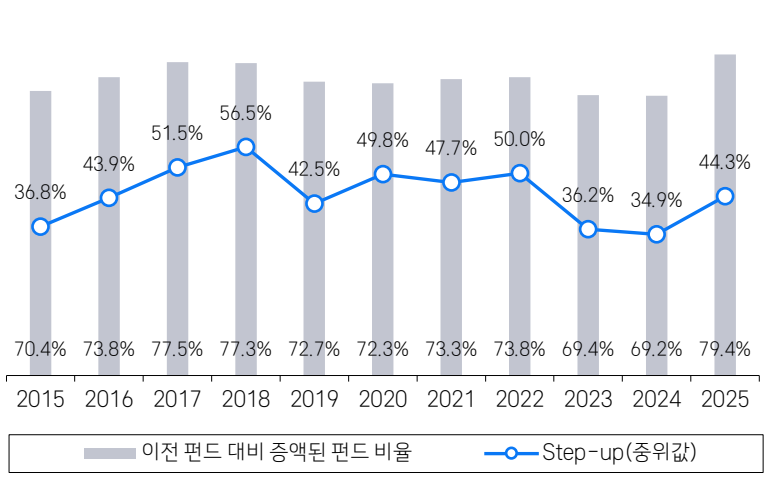
- 2025년 글로벌 PE펀드의 자금 모집액은 2020년 이후 가장 부진. 327개 펀드가 클로징, 모집 자본은 2,779억 달러로 전년 대비 큰 폭 감소
  - 그러나 기관 중심의 전통 폐쇄형 펀드만 집계한 수치로 개인 투자자 중심의 비전통 구조 포함 시 완만한 상승 혹은 전년과 유사할 전망(42~44p 참조)
- 엑시트 활동은 개선되었으나 자금모집을 전환시킬만큼 충분한 속도는 아님, 2022~2024년 다수 스폰서들이 포트폴리오 기업의 매각 보류 영향 잔존
- LP들은 출자 여력이 제한되며 자금 배분에 더욱 신중, 이로 인해 자금모집은 상위 10개 대형펀드로 집중, 이 펀드들이 전체 모집자본의 40% 차지
  - 이전 펀드 대비 증액된 펀드(스텝업) 비율은 회복되었으나 중위값 기준 스텝업은 천천히 회복. LP들의 대형 GP 중심의 선택적 출자를 의미
- 그럼에도 엑시트 활성화, 분배금 개선 조짐으로 향후 자금 모집도 순차적인 회복 예상. 또한 비전통 구조의 자금 유입이 PE시장을 견인할 전망

미국 PE펀드 자금모집액, 5년 만의 최저



자료: Preqin, 삼성증권

연속 펀드의 Step-up(중위값)비율- 출자여력이 제한적인 LP를 시사



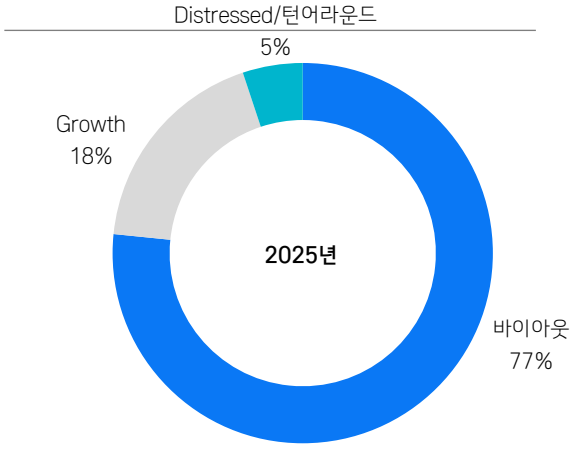
참고: Step-up은 이전 펀드 대비 규모 증대 비율을 의미, 미국 대상
자료: Pitchbook, 삼성증권

참고)

PE 전략 구분

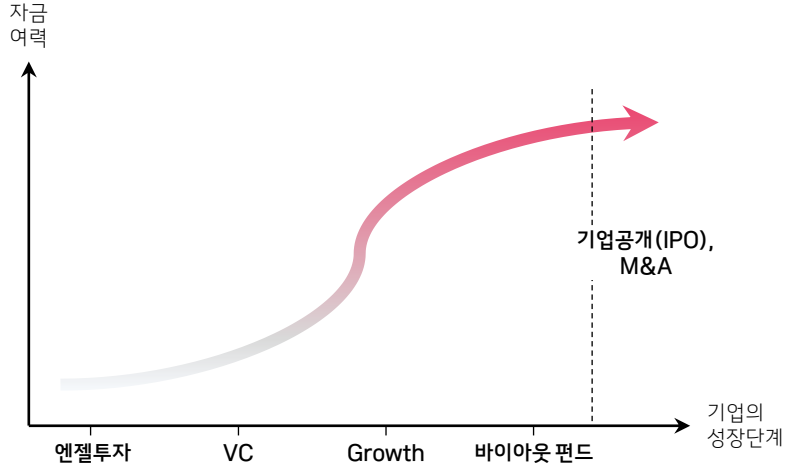
- 기업의 성장 단계별로 PE의 투자 형태도 달라짐. 엔젤 및 VC투자(성장 초기)→Growth(성장자본) → 바이아웃 펀드 → IPO/M&A 등으로 엑시트
- 2025년 미국 PE펀드에서 전략별 자금 모집 비중은 바이아웃 펀드가 전체 자본의 76.7%로 최대 비중을 유지
- 2025년 펀드 수 기준, 자금 모집에서 변화가 나타남. 바이아웃은 2024년 83.8%→ 2025년 80.4%로 감소. 반면 Growth가 15% → 17.7%로 상승
- 2025년, 전략별 1년간 수익률은 Growth 10%로 투자자 기대에 부합했으나 높은 변동성, 바이아웃은 안정적이나 7%로 중간 수준 수익률
- VC는 가장 큰 변동성을 보이며 Distressed/special situations은 경기 국면에 따라 차별화. 전략 선택이 성과에 미치는 영향이 확대되고 있음

미국의 PE 전략별 자금 모집액



자료: Preqin, 삼성증권

기업의 성장단계별 투자형태



자료: KPMG

① 바이아웃-M&A, 정책 변화는 긍정적

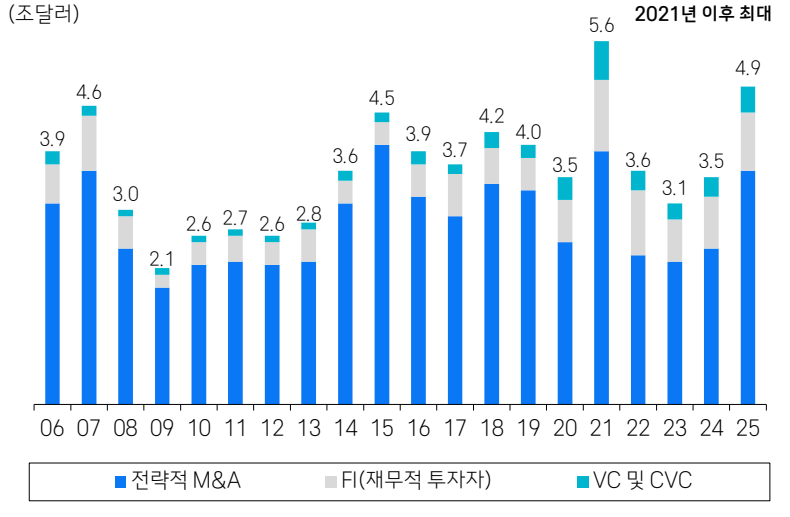
- 2025년 미국 M&A 거래 규모는 역대 최대였던 2021년에 근접. 자금조달 비용 감소, 투자자들의 risk-on 기조로 M&A 거래는 더욱 증가할 전망
- 지난 11개월 미 법무부 반독점국을 이끌어온 게일 슬레이터, 최근 사임. 이는 PE 및 VC 업계의 M&A에 긍정적
- 슬레이터는 기술 독점에 반대해 옴. 휴렛패커드 엔터프라이즈의 '주니퍼 네트웍스' 인수 건을 둘러싸고 법무장관 Pam Bondi 및 행정부와 충돌하기도
- 트럼프 행정부는 이전 행정부보다 M&A에 우호적으로 다수의 대형 거래 승인. 법무부, 구글 모회사 알파벳의 320억 달러의 Wiz 인수 승인한 것이 그 예

펜딩 중인 미국의 M&A딜

펜딩 중인 딜	규모 (십억달러)	현황
넷플릭스의 워너브라더스 인수	82.7	법무부의 정식 심사를 받기 전이나 반독점국 차관보인 Abigail Slater가 해당 거래 총괄
파라마운트 스카이댄스의 워너브라더스 적대적 인수	77.9	WSJ에 따르면 미국 법무부는 인수 제안을 검토 중이며 워너브라더스는 주주들에게 해당 거래에 반대할 것을 권고
차터커뮤니케이션의 콕스커뮤니케이션 안슈	34.5	2025년 12월 발표되어 현재 미국 법무부 심사 중 공식적은 소송은 제기되지 않음
알파벳의 위즈 인수	32	2025년 11월, 미국 법무부 반독점 심사 통과 EU 규제 당국 검토 중
라이브네이션의 타캣마스터 인수	N/A	법무부는 라이브네이션을 상대로 자회사인 티켓마스터 매각을 요구하는 반독점 소송 제기

참고: 2025년 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

유형별 미국 M&A 딜 규모



참고: PE거래 뿐 아니라 모든 M&A 거래 기준, 전략적 M&A는 기업간 M&A와 PE포트폴리오의 애드온 거래 포함
자료: Dealogic, 삼성증권

① 바이아웃– 카브아웃(Carveouts, 기업 분할 매각)

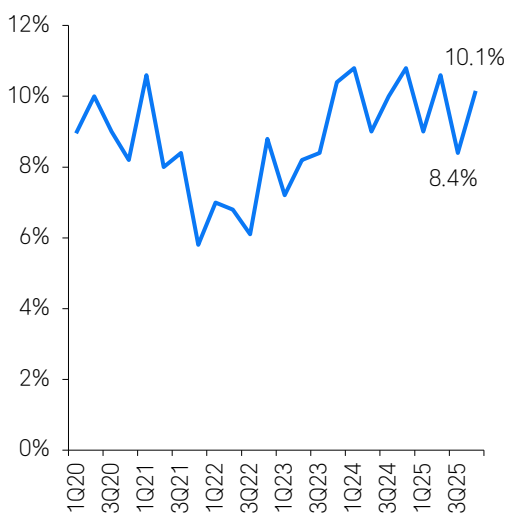
- 카브아웃은 기업들의 비핵심 자산 정리와 고성장 산업 재투자 기조로 2023년 이후 꾸준히 바이아웃 펀드 내 10% 내외의 비중을 차지
- PE는 검증된 사업부를 합리적 가격에 인수할 기회. 주로 실사가 용이하며 경영 개선 여지가 존재하는 기업을 선호함
- 매각하는 모회사는 저성과 사업 제거, 재무구조 개선, 투자자 신뢰 회복의 효과가 있음
- 시장이 빠르게 급변하며 카브아웃 딜 거래는 증가할 것

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
산업용 코팅 사업부	BASF	Q카타르 투자청, 칼라일 그룹	9.2	2025년 10월
석유사업	Citgo	Amber Energy (경매의 결과)	7.3	2025년 10월
우주항공 사업부	TriMas Aerospace	Tinicum, 블랙스톤	1.5	2025년 11월
Opella (소비자 헬스케어 사업부)	Sanofi	Clayton, Dubilier &Rice	80억 유로	2025년 3월

참고: 2025년 말 기준
자료: S&P Global, 삼성증권

미국 바이아웃 펀드에서 카브아웃 딜 비중



자료: Pitchbook, 삼성증권

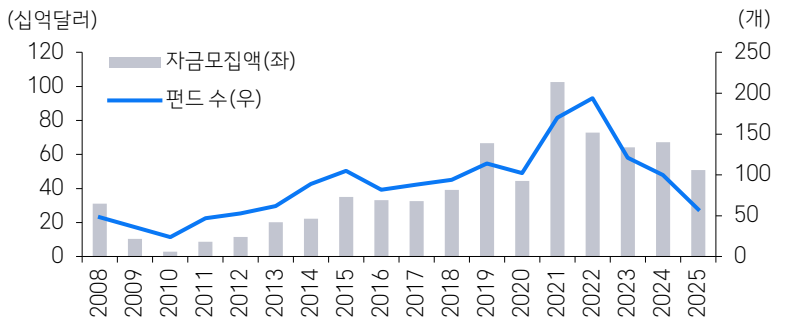
② Growth: 비중 상승

- 미국 PE Growth 전략의 딜 거래액은 2025년 PE거래의 21.2% 차지하며 과거 5년 평균인 19.1%를 상회, 바이아웃과 비슷한 비중(21.3%)으로 상승
- 바이아웃 대비 평균 거래 규모가 작음에도 비중이 유사해진 것은 Growth 전략의 높은 성장 잠재력을 시사
  - 특히 북미에서 Growth 전략이 크게 증가했는데 AI/테크산업의 성장으로 중간 단계 성장 기업의 투자 선호도가 높아진 영향
- Growth 전략은 지분 100% 매입 구조를 선호하며 레버리지를 최소화함. 수익 추구 방식은 매출 성장과 운영 개선에 주력
- 바이아웃 대비 레버리지 및 밸류에이션이 낮으며 AI 등 새로운 혁신산업이 성장을 촉진해 자금 모집이 원활해짐(대표적으로 데이터센터향 전력 기업)

2025년 미국 PE 시장 내 주요 Growth 투자

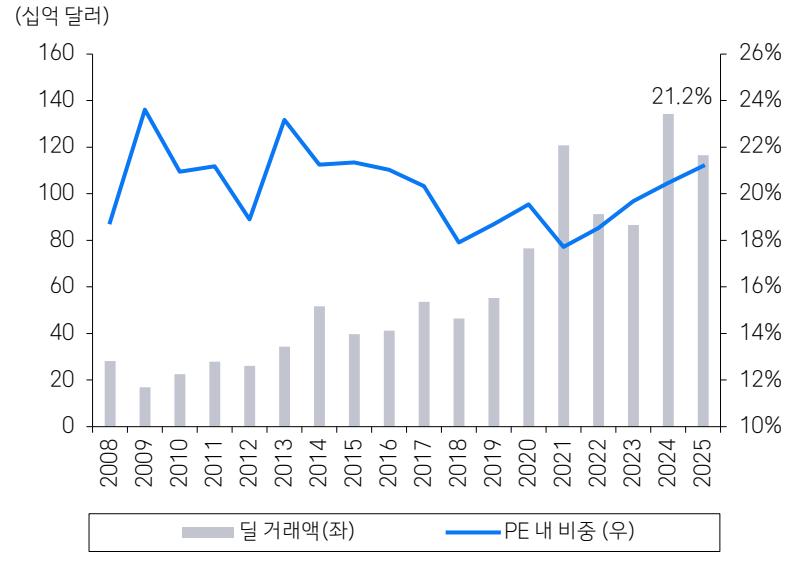
투자자	피투자기업	규모	내용
Blackstone Infrastructure	Genco (Nisource 계열사)	15억달러	아마존 데이터센터에 전력 공급
CPPIB	AlphaGen (전력 생산회사)	14억달러	AI 수요 가속화 영향

미국 Growth 펀드 자금 모집액– 바이아웃 펀드 대비 하락폭 축소



자료: Pitchbook, 삼성증권

미국 Growth 펀드 딜 거래액 – PE 전략 내 비중 상승세

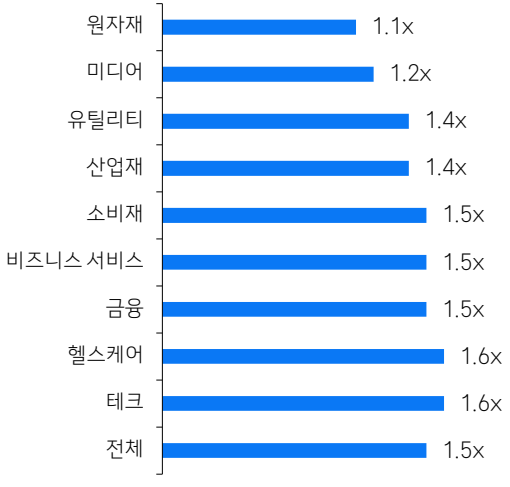


자료: Pitchbook, 삼성증권

AI 영향: 섹터보다 개별 기업의 역량이 중요

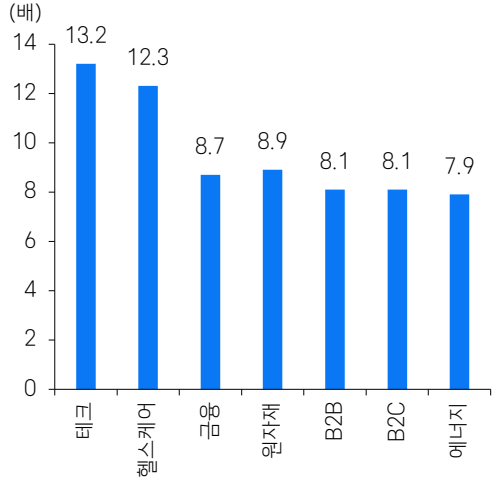
- 2025년 딜 가치가 증가한 섹터는 1) AI생산성 수혜 섹터 – 테크, 2) AI인프라 필수 섹터 – 에너지/유틸리티, 3) AI 파괴 가능성 낮은 방어 섹터 – 헬스케어
- 2025년 소프트웨어는 높은 밸류에이션을 보이며 거래와 엑시트 모두 활발했으나 AI 우려로 최근 급격히 둔화
  – 소프트웨어 거래는 983건, 거래액 2,033억 달러(68%YoY)로 고점인 2021년 근접, 최대 거래는 비상장 전환거래(EA의 550억 달러, Day force의 124억 달러)
- 헬스케어: 안정적 현금흐름, 인구구조 변화로 꾸준한 성장, 4분기 183억달러의 '홀로직' LBO가 이 섹터를 견인
- 에너지와 인프라: AI데이터센터 수요 증가, 전력 인프라 확장으로 중장기 테마로 부상
- AI가 자산 평가 기준을 변화시킴. 이제 섹터보다 개별 기업 단위의 데이터, 경쟁우위, AI 활용 능력이 더 중요해짐

섹터별 MOIC (Multiple on invested capital)



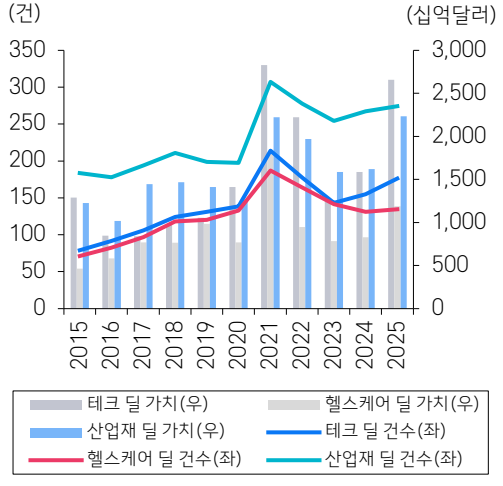
참고: 2018~2Q25 중앙값 기준, MOIC(누적 회수금+미실현가치)/투자 원금)
자료: DealEdge, 삼성증권

섹터별 EV/EBITDA 멀티플



참고: 2Q25 기준 중간값
자료: DealEdge, 삼성증권

미국 섹터별 엑시트 활동 금액

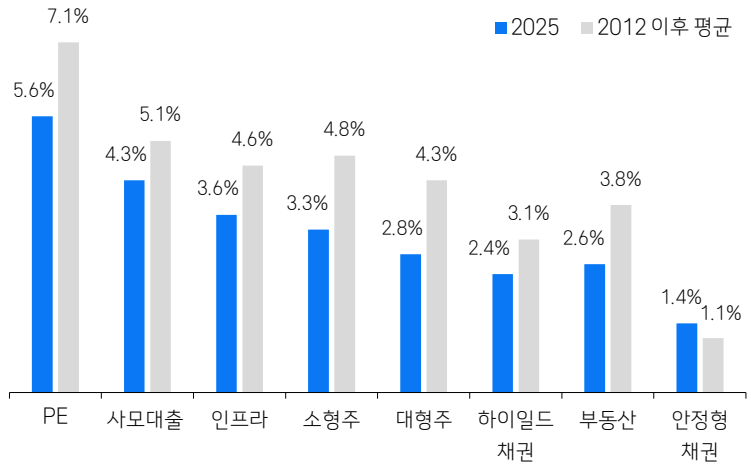


자료: Pitchbook, 삼성증권

PE펀드 성과 변수

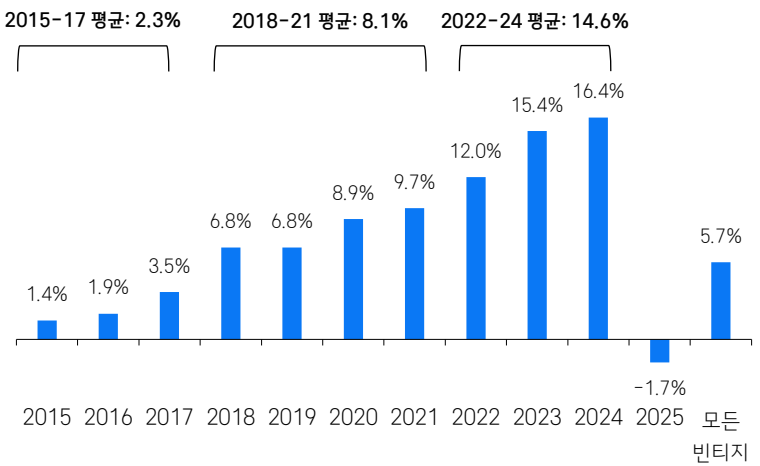
- PE는 단기 변동성은 불가피하나 보유기간이 길어질수록 성과가 안정화되는 경향. 성과 변수는 다음과 같음
- 1) 빈티지(펀드 결성 시기): 펀드 결성 시기별 시장 환경이 다르므로 펀드별 성과 격차가 커짐. '언제'투자했느냐가 '어디에' 투자했느냐만큼 중요
  - 금리 저점의 빈티지는 초기 수익률은 좋으나 엑시트 지연 위험. 최근 빈티지는 밸류에이션 조정으로 성과 잠재력이 높다고 평가됨
- 2) NAV 회전속도: 오래된 펀드의 NAV 비중이 높으면 엑시트 지연을 시사, 최근 빈티지에도 고연차 포션이 보이는 이유는 자산 재편(컨티뉴에이션 펀드)로 이전하는 구조 때문. 즉, 단순히 빈티지가 중요한 것이 아닌 자산 회전 속도도 중요
- 최근 PE 업계 평균 IRR이 둔화된 이유는 최근의 펀드 운용이 부진해진 것이라기보다 오래된 빈티지 펀드가 평균을 하락시키는 효과가 잔존하기 때문
  - 2015~2017년 빈티지 IRR은 2%수준 vs 2020년대 초반 빈티지는 14.6%(미실현 IRR)

자산별 리스크 프리미엄



참고: 미국 대상, 2025년 8월 말 기준, 사모대출은 2019년부터 집계
자료: Pitchbook

PE IRR – 구 빈티지가 잔존하며 평균 성과 훼손

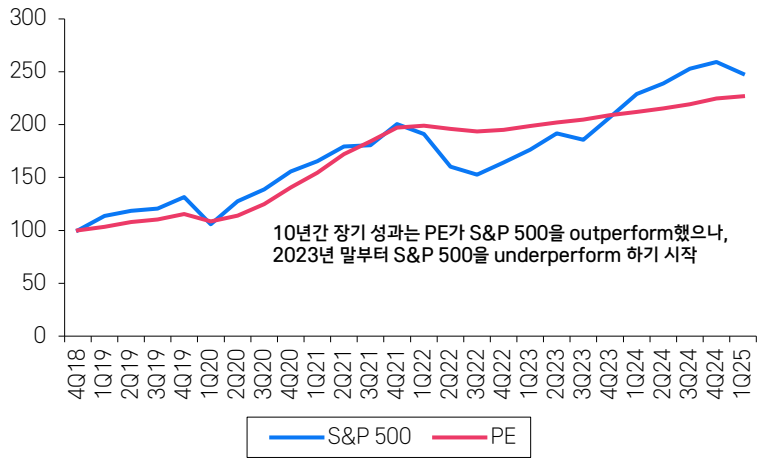


자료: Preqin, 삼성증권

PE펀드 성과 변수

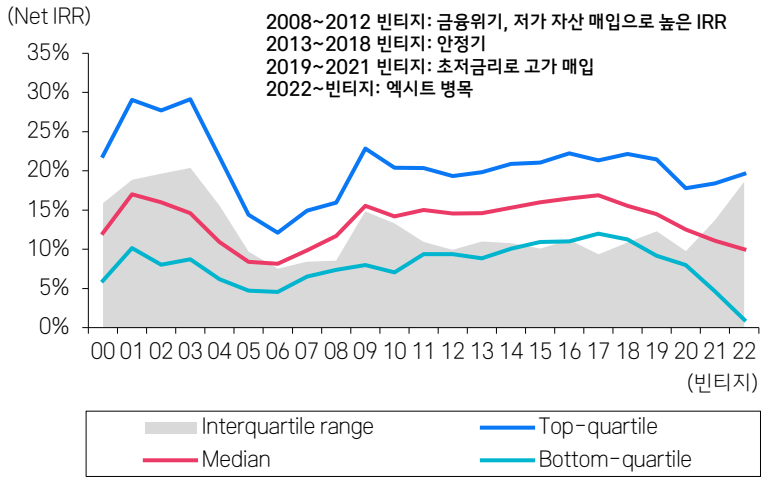
- 3) 운용사(GP): 상하위 펀드간 수익률 격차는 시간이 지날수록 확대. PE 시장이 성숙할수록 알파를 창출할 수 있는 운용사의 능력이 중요해짐
- 2025년 들어 PE 전략의 수익률은 완만한 회복. top-quartile는 밸류에이션 부담이 컸던 2021~2022년 빈티지조차 회복
- 그러나 하위 quartile는 여전히 저조. 레버리지 축소로 최상위 자산만 제한적 엑시트가 이뤄지고 있기 때문
- 장기간 PE는 금리에 민감한 사이클 산업이었으나 이제는 구조적 운용 경쟁력을 요구하는 산업으로 성숙

PE와 S&P 500 성과 비교



자료: Preqin, 삼성증권

상하위 quartile간 Net IRR



자료: Preqin, 삼성증권

PART
02

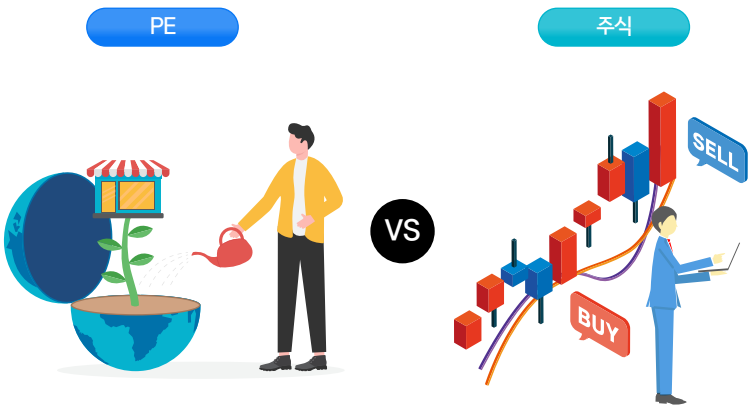
새로운 트렌드와 리스크 점검

참고)

비상장 주식과 상장주식의 투자 방식 차이

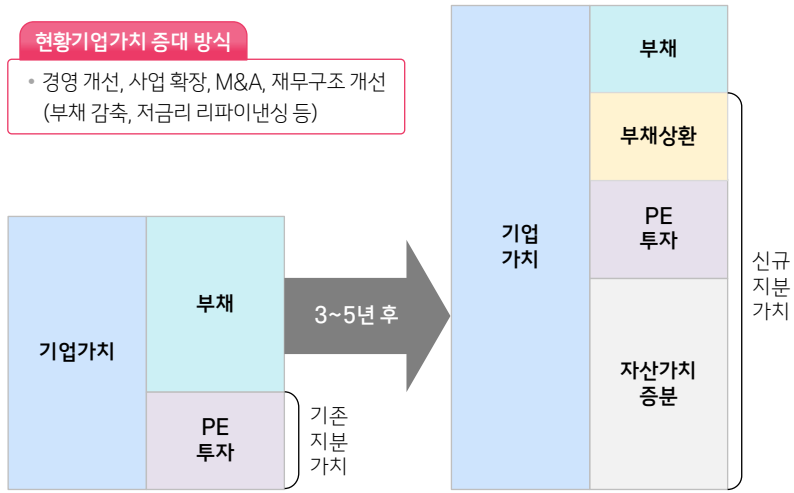
- 상장주식은 투자 매력도가 높은 기업에 투자해 '좋아지기를' 기대하는 투자가 일반적
- 행동주의 등 적극적인 펀드 전략을 구사하는 경우 기업 지배구조나 운영방식을 개선시킬 수 있으나 주요 투자 목적은 아님
- 비상장주식(PE)는 기업 인수 →회사 경영에 직접 개입해 시간을 들여 기업가치 개선 → 엑시트(매각)하는 투자로 보다 적극적인 투자 방식
  - 이사회 참여, 경영진 교체, 비용 구조 개선, M&A 등
- 사모시장의 기업가치 평가는 과거 실적과 경기 사이클에 따른 업종별 상이한 평가 기준으로 공개 시장과 다른 방식으로 이뤄짐
  - 공개시장은 단기 투자심리와 이벤트에 영향을 받으며 일반 투자자는 철저한 실사가 어려움, 사모시장은 기업과 경영진에 대한 철저한 실사 가능

PE 투자와 상장주식 투자



자료: 삼성증권

PE의 기업가치 증대 방식



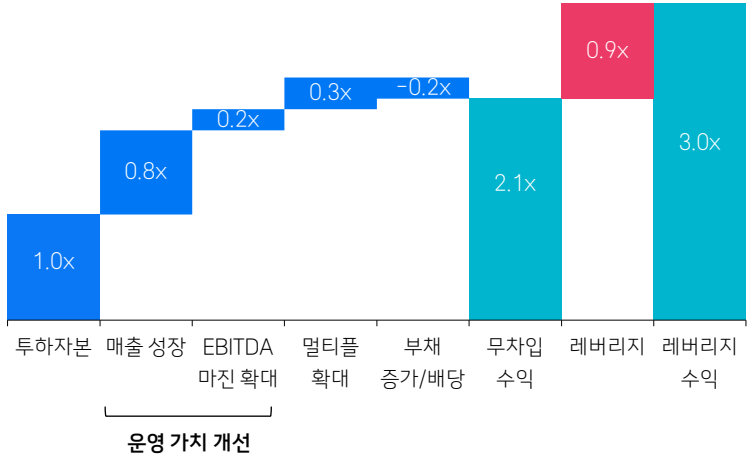
자료: KPMG

트렌드 1)

PE의 기업가치 개선 방식 변화

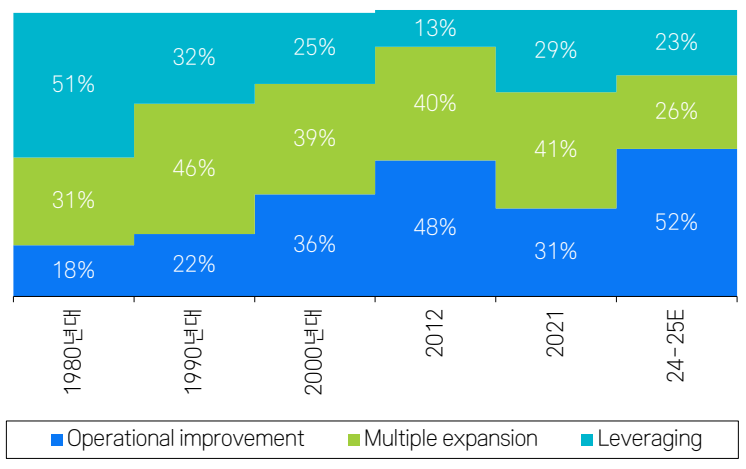
- 2022년까지 PE의 주요 기업가치 개선 방식은 레버리지와 멀티플 확대, 그러나 고금리로 인한 급격한 가치 조정과 진입 멀티플 상승으로 적용이 어려워짐
  → 이제 기업의 운영 개선과 가치 창출이 핵심 수익 원천이 되고 있으며 AI는 이 과정에서 중요한 역할을 할 것
- 2022년까지 기업의 가치 창출은 엑시트 직전에 집중되는 경향이 강했음(예: 엑시트 1년 전 EBITDA 마진의 6% 개선, 2년 전 4%, 3~5년 전 각 1%)
  - 이제는 운영 개선이 PE 가치 창출의 대부분을 차지해야 하므로 초기부터 운영 개선을 실행하는 전 생애주기에 걸친 가치 창출 활동으로 전환
  - 운영 개선으로 수익을 내야하는 구조로 전환하므로 딜 소싱 능력과 운영 가치 창출 능력이 핵심
- 운용사 역량이 중요해지는 단점은 있으나 멀티플 및 레버리지 의존도가 낮아지며 시장 환경에 덜 민감한 PE시장 구조로 전환하는 건전한 변화

포트폴리오 기업의 가치 증대 방식(2010~2022년 바이아웃 딜 대상)



참고: 2010~2022년 글로벌 3,830건의 바이아웃 딜 대상
자료: SPI by StepStone

글로벌 PE의 가치 상승 방식 변화 – 금융기법이 아닌 운영 개선



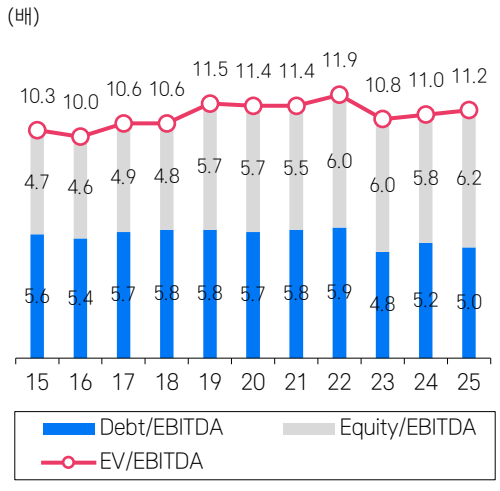
자료: BCG, EY

트렌드 2)

레버리지 하락: 에쿼티 비율 상향 추세

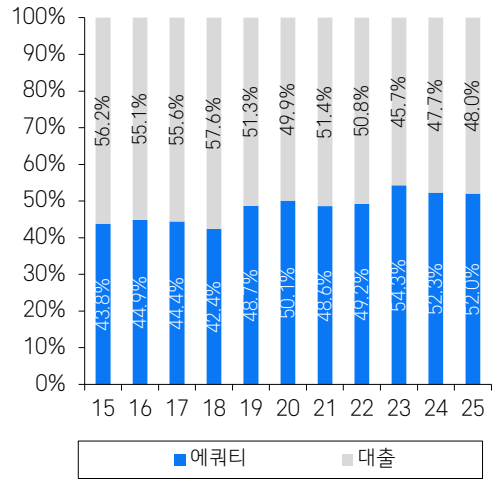
- LBO를 활용하는 바이아웃 펀드는 레버리지 활용이 필수. 높은 IRR을 보여온 이유였으나 고금리에 취약
- 고금리 후유증 이후 LBO 조건도 보수적 전환, 최근의 금리 하락에도 대주들은 여전히 재무 약정(covenant)을 이전 대비 엄격하게 유지하는 경향
- PE업계의 레버리지 비율 하락세, 에쿼티 비중 상승. 2025년 레버리지 비율은 완만한 상승세를 보였으나 2021년 고점을 여전히 크게 하회
- 이는 최상위 자산만 제한적으로 엑시트 되는 요인. 레버리지 축소는 PE의 IRR이 구조적으로 하향 안정화될 가능성을 시사, 그러나 리스크 관리에 긍정적

BSL로 조달한 LBO 멀티플 – 보수적으로 변화



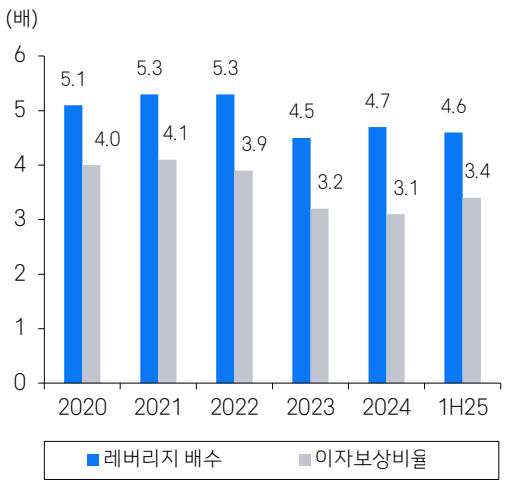
참고: 미국 대상
자료: Pitchbook, LCD, 삼성증권

BSL로 조달한 LBO구조– 에쿼티 상향



참고; 미국 대상
자료: Pitchbook, LCD, 삼성증권

레버리지 하락, 이자보상배율 상승



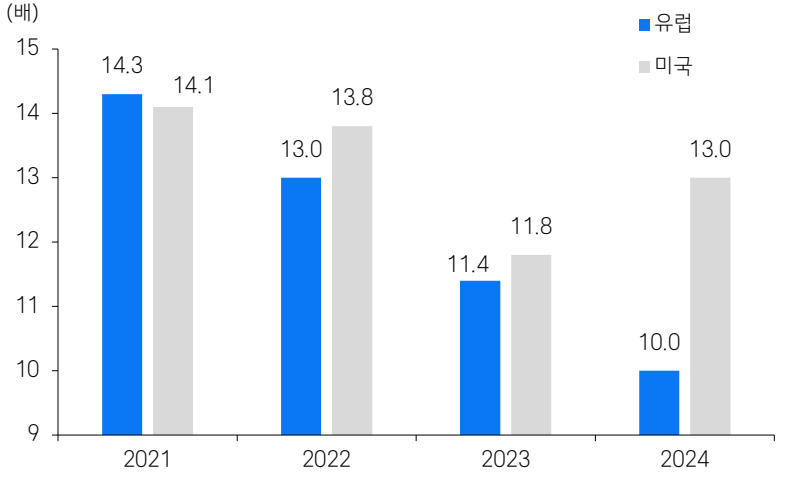
참고: 레버리지 배수=차입금/EBITDA
자료: Pitchbook, 삼성증권

트렌드 3)

유럽의 성장: 포트폴리오 분산과 낮은 밸류에이션을 찾아

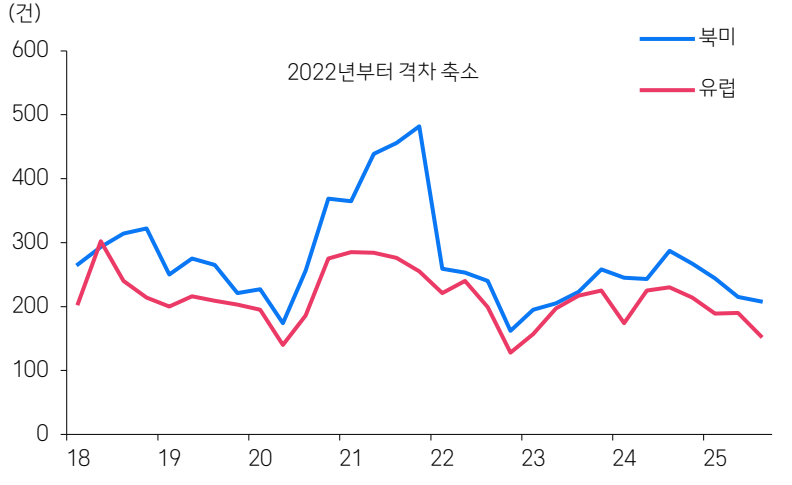
- 유럽 및 캐나다 연기금은 PE 투자에서 유럽 비중을 상향하며 지역적 분산 움직임. 영국에 가장 많이 투자하며 프랑스, 독일도 높은 투자 수요
- 미국 시장 과열, 정책 혼돈 속 포트폴리오 다변화와 상대적으로 할인된 거래를 찾는 수요가 증가하고 있기 때문
  - 북미 대비 유럽의 밸류에이션 배수는 10~30% 낮음, 유럽의 낮은 진입가격을 활용해 북미 중심 자산으로 재 포지셔닝 후 가치 재평가를 노리기도
- 유럽의 투자포인트는 더 빠른 통화 완화책으로 거래에 유리한 환경, 유럽의 분절화된 구조는 미국에서 부진한 미들마켓의 투자 기회를 더 많이 창출
- 북미 대비 시장이 작음에도 유럽의 엑시트 건수는 꾸준. 최근 50억 달러 이상의 메가딜 거래도 다수 이뤄지는 추세
- 유럽은 오너 경영방식 비중이 높고 코로나19를 겪으며 승계 솔루션과 성장자금 조달 수요가 높아지고 있어, PE시장의 성장 잠재력이 높음

유럽의 바이아웃 밸류에이션, 미국보다 낮음



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

북미와 유럽의 엑시트 건수



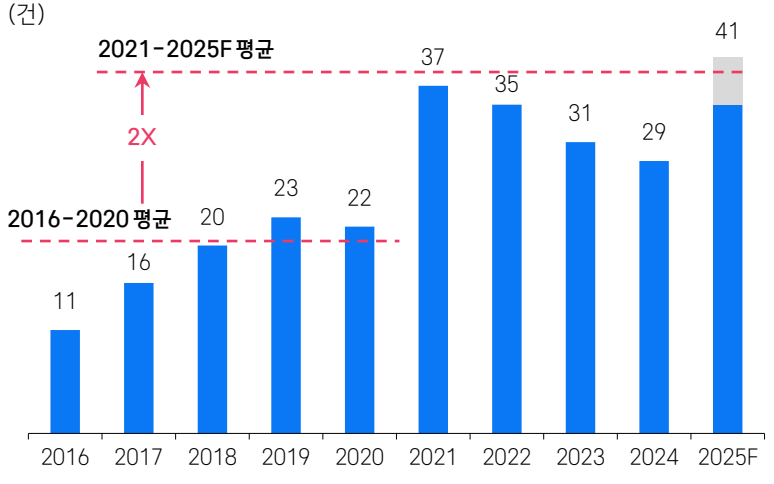
자료: S&P Global, 삼성증권

트렌드 3)

유럽의 성장: 방위산업이 견인

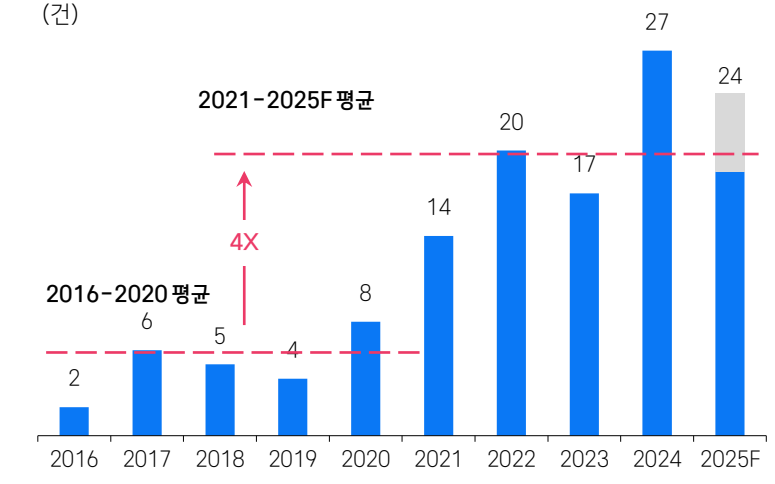
- 지난 5년간 유럽의 방위산업에서 PE 활동이 급격히 증가하며 유럽 PE시장 활성화에 기여
- 기업간 M&A는 유럽 방산 지형을 재편하는 중심 역할. 현재 유럽의 방산산업은 국가간, 영역간, 기술간으로 매우 분절된 구조를 보이고 있기 때문
- 주요 기업인 Hensoldt, Rheinmetall, Leonardo 등의 기업은 주가 상승(STOXX 유럽 항공우주 방위 지수는 2025년 74% 상승)을 활용해 M&A 활발
- 유럽의 ESG 기준도 변화하는 추세, 방산이 ESG에 부정적인 기업 카테고리로 분류하는 것이 아닌, 완화하는 방향

유럽의 방위산업 PE 딜 거래 건수



참고: 2025년 11~12월 수치는 Dealogic 추정치, 1천만 달러 이상 거래 기준
자료: Dealogic, Pitchbook

유럽의 우주항공과 방위산업 VC 딜



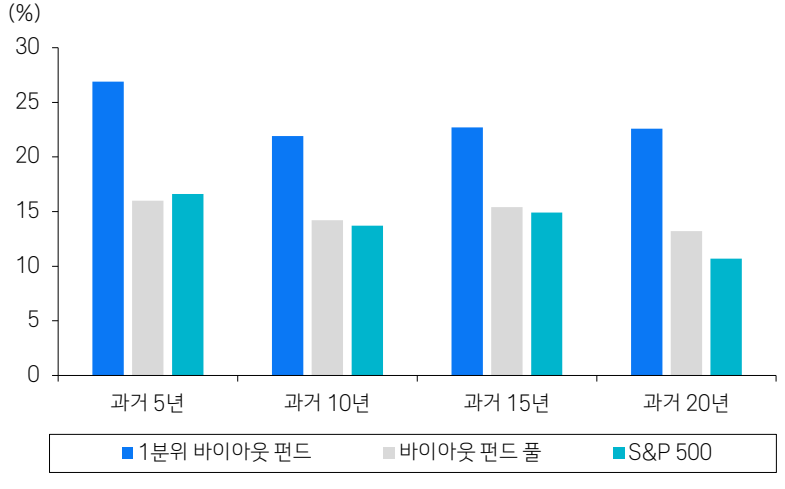
참고: 2025년 11~12월 수치는 Dealogic 추정치, 1천만 달러 이상 거래 기준
자료: Dealogic, Pitchbook

투자포인트

① 밸류에이션: 공모시장 대비 할인폭 확대

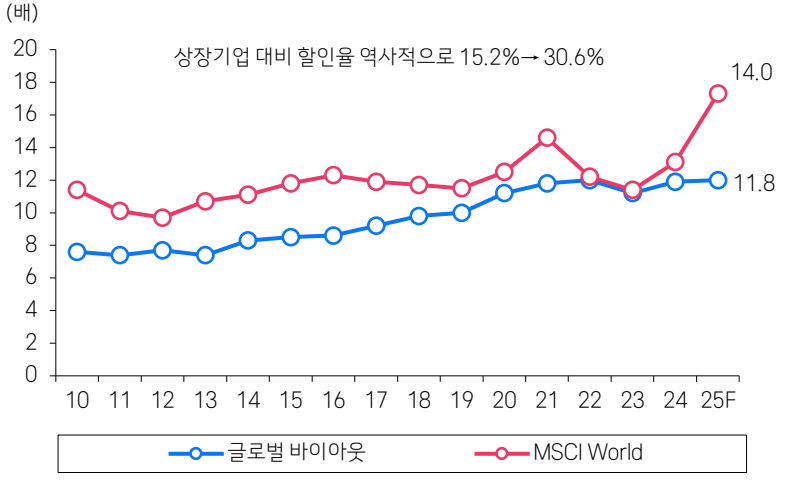
- 북미 바이아웃 펀드는 역사적으로 S&P 500을 초과하는 수익을 달성해왔으나 2025년 주식시장 호황으로 S&P 500 지수가 모든 사모 전략을 상회
- 상장주식 시장 대비 가격 반영이 느린 사모시장은 2022~2023년 밸류에이션 조정이 크지 않아 주식시장과 밸류에이션이 맞붙으며 고평가 후유증
- 2024년부터 상장-비상장 기업간 밸류에이션 갭 재확대, 역사적 평균 할인율인 15%로 수렴, 2025년에는 31%로 확대돼 밸류에이션 매력 상승
- 2025년 PE시장의 EV/EBITDA는 소폭 상승, 금리 인하 기대와 자금조달 환경 개선으로 가격 지불 의지가 높아짐, 정상화 과정 진입

바이아웃 수익률은 꽤 오래 증시를 상회해 왔으나...



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

2025년, 공개 주식시장과 멀티플 괴리 확대

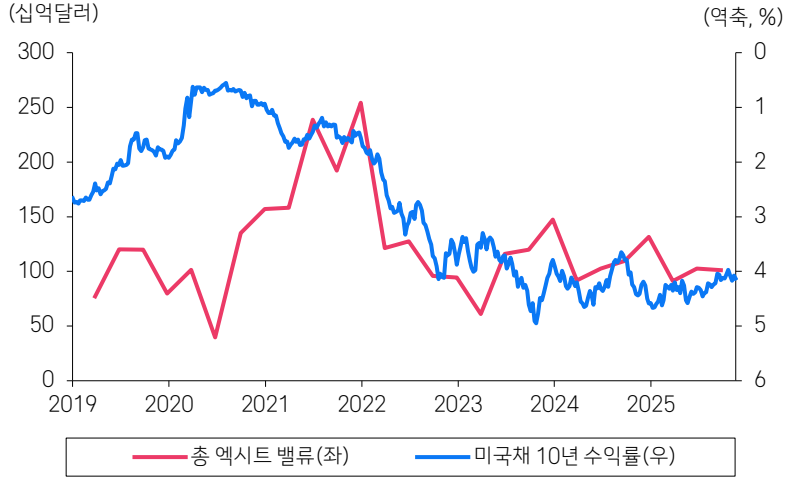


참고: 바이아웃 펀드는 인수가/EBITDA, MSCI World는 12M FW 기준
자료: Bloomberg, MSCI, Pitchbook, 삼성증권

② 금리: 고점 대비 조달금리 300bp 하락

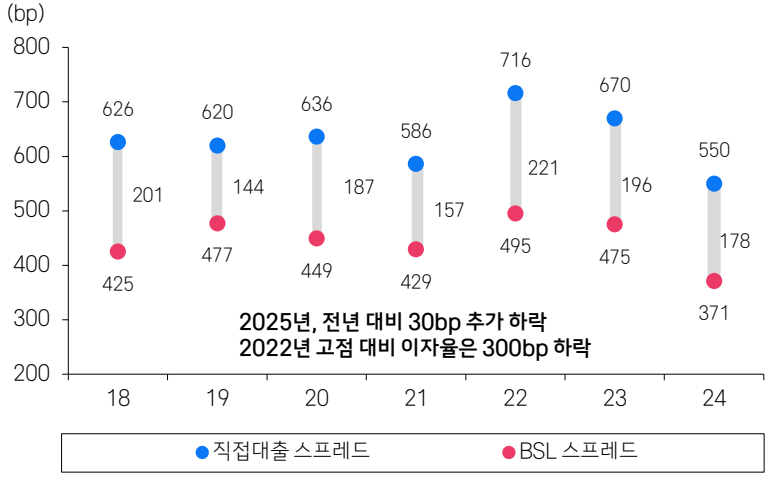
- 금리 인하와 스프레드 축소로 BSL 스프레드는 금융위기 이후 최저 수준. 이는 LBO 거래에 긍정적, 뚜렷한 자금조달 환경 개선으로 딜 활성화 촉진
- 2025년 BSL 활동에서 최대 비중은 리파이낸싱이었으나 하반기로 갈수록 점차 LBO 및 추가 인수 자금 조달을 위한 대출 발행도 늘기 시작
- 그간 LBO 구조에서는 유니트랜치의 사모대출 비중이 높았지만 은행권 BSL 비중도 점진적 회복
  - 2025년 PE스폰서는 BSL 시장에서 LBO 및 추가 인수자금 조달을 위해 999억 달러를 조달, 2022년 1,048억 달러 이후 최대치 기록
- 금융 접근성 확대가 스폰서에게 유리하게 작용할 것, 실제 엑시트 밸류는 금리와 역의 상관관계

PE 엑시트 밸류와 금리



자료: Bloomberg, Pitchbook, 삼성증권

직접대출과 BSL 스프레드 비교

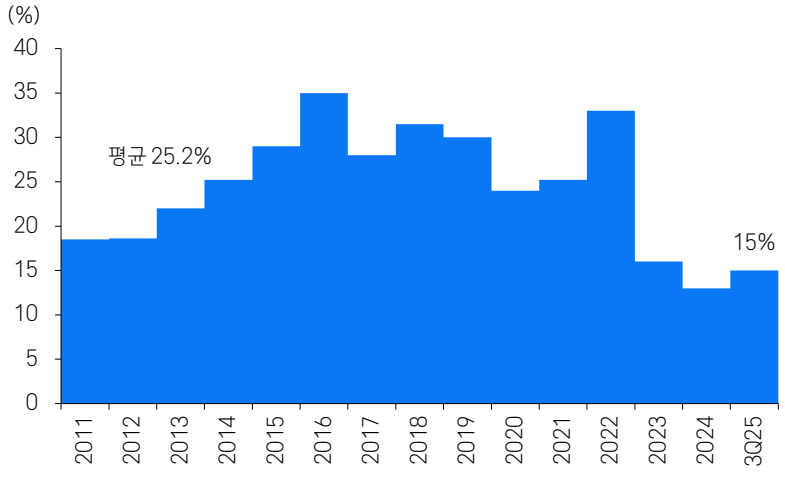


참고: SOFR 기준 스프레드, 직접대출은 선순위, 유니트랜치 대출, BSL은 B- 신용등급에 제공된 대출
자료: LSEG

③ 분배금: 느린 회복 단계 진입

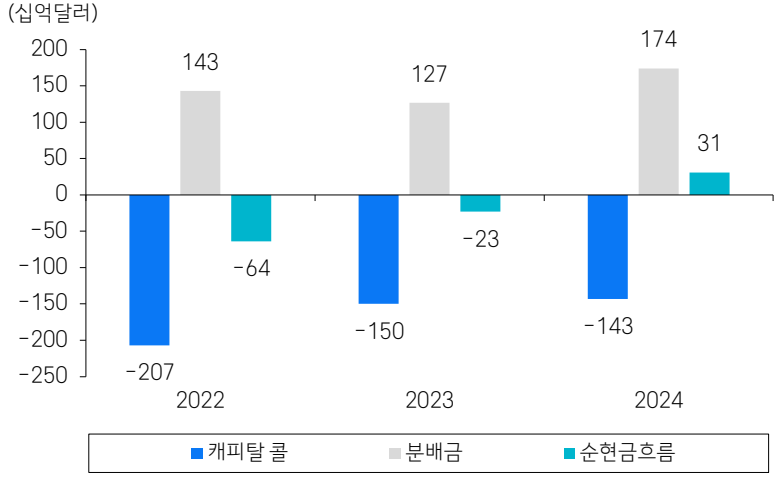
- 엑시트 병목으로 2023년부터 분배금 감소 혹은 중단. LP들은 현금 회수 속도에 민감해지며 IRR보다 DPI(납입자본 대비 분배금 비율)을 중시하기 시작
- 2025년부터 분배금이 출자금(contribution)을 상회하는 분배금 회복 초기 단계 진입
  - 그러나 배당 리캡 영향이 큰데다, 2025년 말 DPI는 15%로 여전히 장기 평균을 10%p 하회
  - 과거 평균 수준으로 DPI(납입 자본 대비 분배금 비율)이 회복되어야 LP들의 신규 펀드 재출자가 가능해져 PE 시장의 본격 회복을 기대할 수 있음
- 2026년부터 분배금은 완만히 회복 예상. **금리 하락, 2021년 고가 매입 자산의 엑시트 시작, 세컨더리 시장 확대에 따른 유동성 공급 등에 기인**

연도별 DPI는 장기간 침체 끝 2025년 회복



자료: Pitchbook, 삼성증권

2024년 분배금 개선으로 순현금흐름(+)

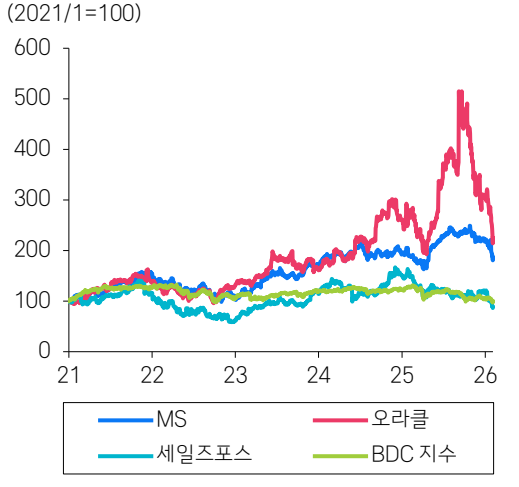


자료: Pitchbook, 삼성증권

AI의 위협: 소프트웨어

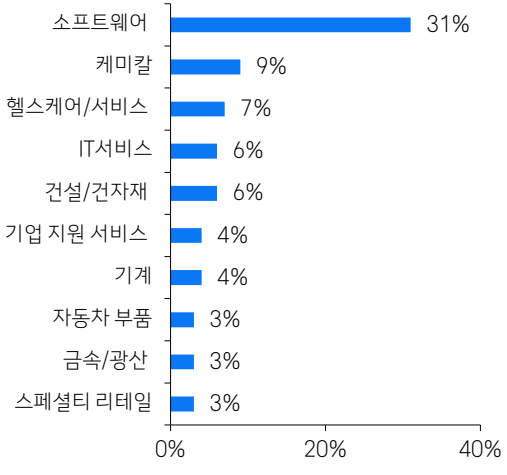
- AI 위협으로 소프트웨어 회사 주가 급락, 사모시장 내 소프트웨어 투자는 팬데믹 기간을 전후로 급증했는데 원격 근무 및 교육이 수요를 가속화했기 때문
- 1월 Top 10 부실채권 비율에서 소프트웨어는 31%. 소프트웨어 전체 대출에서 부실 채권 비율은 13%지만 단위당 규모가 커, 부실채권 내 높은 비중
- 사모대출(PD) 시장에 리스크를 우려하는 이유는 타 전략 대비 소프트웨어 비중이 높기 때문. 주요 운용사의 크레딧 부문에 소프트웨어 비중은 6~8%, 직접대출에 집중하는 BDC는 23%(자기자본 완충 비율은 70% 이상, 차주인 소프트웨어 기업의 평균 EBITDA는 3.5억 달러)
- PE는 노출도 자체가 사모대출 대비 낮은 상황. Apollo의 경우 PE 포트폴리오 내 소프트웨어 노출도는 2% 미만, Ares는 6% 미만
- 미국 소프트웨어 대출 만기는 2026년 70억 달러에 불과하나 2027년부터 400~500억 달러를 상회하며 대비 필요

주요 소프트웨어 기업의 주가



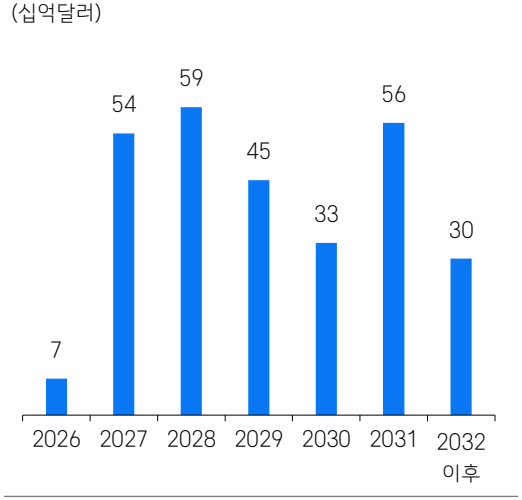
자료: Bloomberg, 삼성증권

Top 10 부실채권 비율



자료: S&P Global, LCD, Morningstar
참고: 2026년 1월 31일 기준, GICS III 섹터 기준, Morningstar LSTA 미국 레버리지론 지수에 포함된 투기등급 소프트웨어 대출 규모는 250억 달러로 사상 최대 유동성 있는 시장 기준, 부실채권은 액면가의 80% 미만으로 거래되는 대출채권을 의미

소프트웨어 기업의 대출 만기 도래액



자료: S&P Global, 삼성증권

AI의 위협: 소프트웨어

- AI는 SaaS를 전면 대체하는 것이 아닌, 고객과 데이터를 확보한 기업에게 수익 증대 수단이 될 가능성, 즉 소프트웨어 시장을 양분하는 계기
  - 소프트웨어 기업들은 좌석 기반에서 성과 기반 과금으로 전환하며 수익화 모델 변화 예상
- AI로 부정적 영향은 불가피하나 AI가 유통망, context(데이터 맥락), 독점적 과거 데이터, 보안 및 거버넌스, 벤더 통합 등에서는 한계
- 리스크는 2020~2022년 빈티지. 당시 소프트웨어 기업의 인수가는 PSR 15~20배에 달했으며 차입 레버리지도 6~7배에 달했다는 것
- 소프트웨어 업계는 차입금 관리, 부실기업 매각이 활발해졌으며 구조조정 가속화. 대주는 PE 스폰서와 함께 적극적으로 운영 구조 개선에 나서야 함
- AI가 소프트웨어 기업에 미칠 영향은 개별 기업 요인, 운용사의 위험 자산의 매도 능력 등에 따라 다르게 나타날 것

SaaS와 AI 비교

	SaaS	AI
유통망	기존 기업들은 확립된 영업 채널, 장기 계약, 포춘 500과 같은 주요 기업과의 신뢰 관계 보유	스타트업이 더 나은 알고리즘을 가질 수는 있지만 20여년에 걸친 벤더 승인 절차, 조달 네트워크의 단기간 내 복제는 어려움
데이터 맥락 (Context)	- 차별화 요소는 context(데이터 맥락) - 기존 기업들은 CRM, ERP, HR시스템 등 system of record 보유 - 모델을 정교화하고 AI에이전트를 작동시키는데 필요한 독점적 과거 데이터 소유	- 대규모 LLM은 범용화된 상품 - 고객 이력, 재고 로드, 코드 저장소에 접근하지 못함
전환비용 해자	기존 SaaS를 걷어내는 마찰비용은 막대함	- 핵심 SaaS 플랫폼을 교체하는 것은 기업에게 치명적
	검증되지 않은 AI스타트업으로 이전 위험보다, 기존 벤더에게 AI Copilot 추가 비용을 내는 것이 나음	
보안, 규제 준수, 거버넌스	- 기업들은 LLM을 통한 데이터 유출을 두려워함 - SOC2, ISO인증, RBAC(권한 관리)등 수십년간 보안 체계를 구축해 옴	폐쇄형 AI환경(walled garden) 제공이 어려움
벤더 통합	- 기업은 현재 벤더수를 줄이려 함 - CRM, 마케팅, AI에이전트를 하나의 벤더가 제공하는 플랫폼 접근 방식 선호 다제품 기존 기업에게는 유리	단일 기능 AI스타트업에게는 불리

자료: 삼성증권

소프트웨어 기업 리스크 구분

	저위험	고위험
포트폴리오	System of record, 통합도 높은 제품 기업 시스템에 자리잡은 필수 시스템	Workflow wrapper 법률 비즈니스 서비스 데이터 및 분석 서비스 단순하고 낮은 통합도
예	ERP, CRM, 병원 기록 시스템	일정관리 앱, 이메일 작성 툴 등
	데이터를 보유, AI도 이 데이터가 필요하나 단기 축적이 어려움	

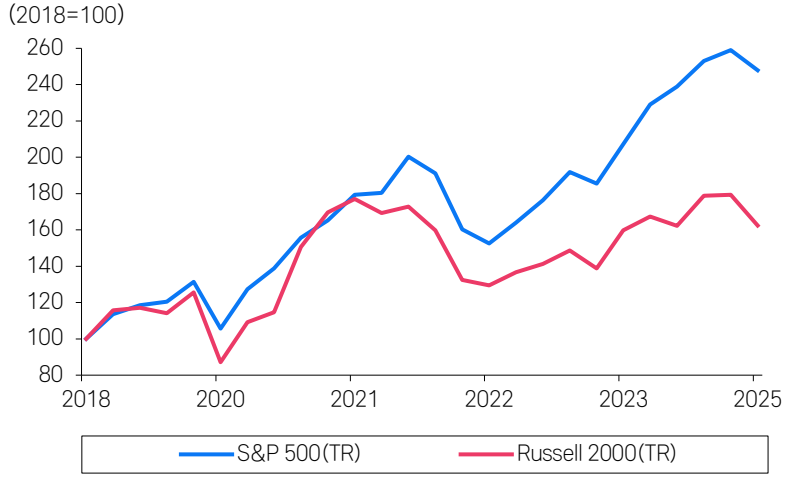
자료: 삼성증권

PE 투자의 이유

① 포트폴리오 분산

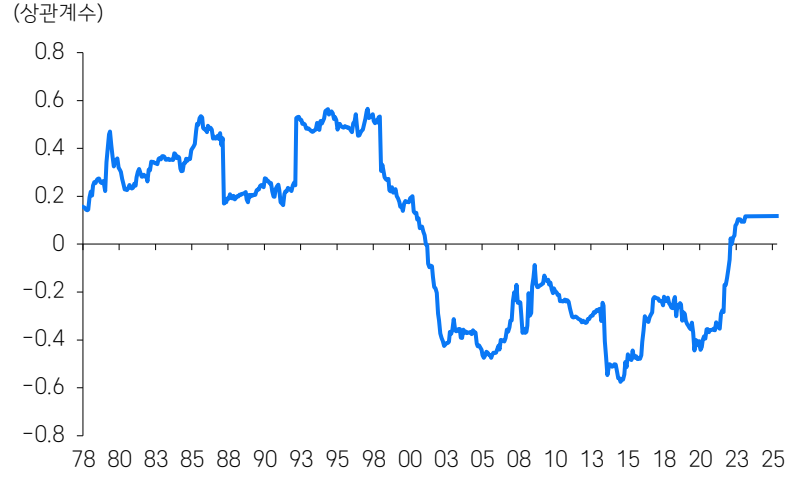
- 성숙기에 진입한 PE. 싸게 인수할 기회 감소, 레버리지 활용 여지 하락, AI로 대부분 산업에 구조적 리스크가 발생하고 있다는 점에서 운용 난이도 상승
- 그럼에도 PE투자가 필요한 이유
- 1) 포트폴리오 분산: 주식은 높은 변동성과 극심한 테크 집중도, 채권은 기대수익률 저하, 부동산은 높은 정책 리스크의 약점
- 2) 전통자산과의 낮은 민감도: 미국 주식-채권 상관계수는 점차 상승하며 전통 자산 외의 자산으로 포트폴리오 배분 필요
  - 주식은 변동성이 높고, 채권은 수익률이 낮음. 그 중간 지점에 PE가 위치하는 형태
- 3) 알파 창출: 비상장 주식 시장의 방대한 규모 고려 시 상장 주식에만 집중할 경우 초과수익이 어려움

전통 자산 투자의 한계 – 테크 대형주 위주의 쏠림 현상 심화



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 주식 – 채권 상관계수



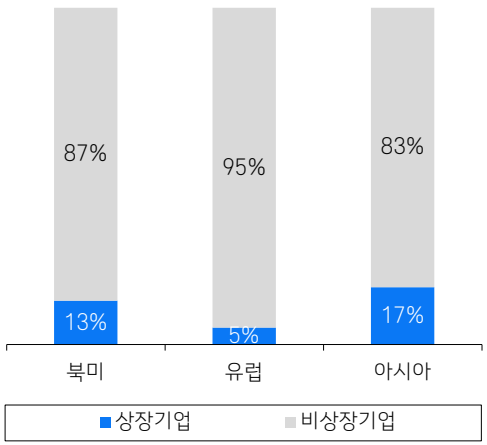
자료: Bloomberg, 삼성증권

PE 투자의 이유

② 좋은 기업은 비상장 시장에...

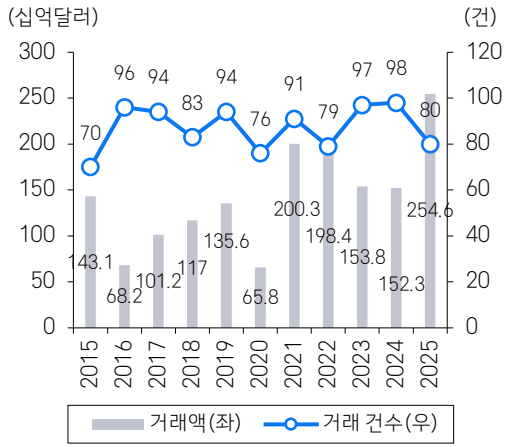
- 주요국의 2022~2023년 비상장 기업 매출 비중은 86%,
  2000년 미국의 상장기업은 약 7천개 → 2024년에는 4천개로 감소
  - 기업들은 상장을 하지 않아도 PE, VC업계에서 충분히 자금 조달이 가능해졌기 때문
- PE는 상장기업의 사모화 전략을 적극 추진함으로써 비상장 시장에서 가치 창출
- IPO시장이 침체되며 더 많은 기업들이 비상장화 선택, PE들은 사모화 전략을 적극 추진
- 2025년 PE 주도 상장폐지는 80건, 거래액 2,546억 달러로 전년 대비 67% 증가(역대 두번째)
- 테크 등 섹터 편중이 심한 주식 시장에만 집중할 경우 알파 창출이나 다각화가 어려움

글로벌 주요국의 비상장 기업 매출



참고: 2022~2023년 평균 매출 기준, 500인 이상 기업 대상
자료: S&P CapitalIQ, 월드뱅크, 삼성증권

북미와 유럽의 비상장화 거래 건수



참고: 비상장 전환 거래 활동은 역사상 두번째 높음
(최고치 2007년 3,813억 달러)
자료: Pitchbook, 삼성증권

23~25년 비상장화(Take-private) 주요 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	7.3
Electronic Arts	Silver lake Technology, PIF 등	55.0
Hologic (의료 진단기업)	TPG 여성건강 관련 제품 추가 투자 계획	18.3
Clearwater analytics	Permira, Warburg Pincus (2020년 Growth 투자 후 2021년 상장, 다시 소유권을 되찾은 부메랑 거래)	8.4
Sealed Air	CD&R (제품 포트폴리오 성장 목표)	10.3

자료: 언론기사, 삼성증권

PART
03

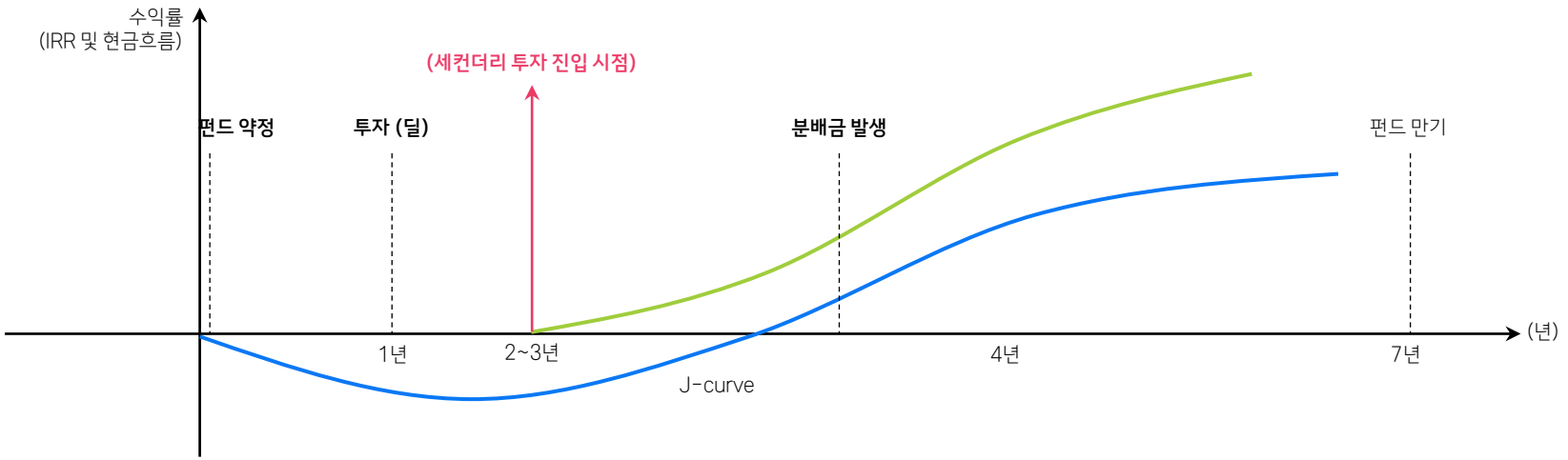
세컨더리 전략, 대안에서 뉴노멀로

세컨더리의 특징

J커브 축소

- PE 투자는 5~7년의 장기 펀드 만기로 이뤄짐. 프라이머리 펀드(원펀드)에서 펀드 약정 후 1년 내 투자 시작
- LP의 Capital call(출자 요청)으로 실제 투자금이 집행된 뒤 분배금은 투자 이후 3~4년차부터 지급되는 것이 일반적. 기업의 현금흐름 창출까지 시간 소요
- 일반 투자자의 PE 투자에 진입장벽: 최소 투자금이 수십~수백억, 투자 기간 7~10년, 환매 불가, 구조와 계약 방식의 복잡성, 초기 현금흐름이 없음
  → 최종 수익은 클 수 있어도, 낮은 자본 효율
- 세컨더리 전략의 부상: 이미 진행 중인 PE 투자를 기업 성장의 중후반기에 매입하는 것. 수익 현실화까지 기다리는 시간을 줄이고 불확실성을 낮춤

PE(바이아웃) life cycle



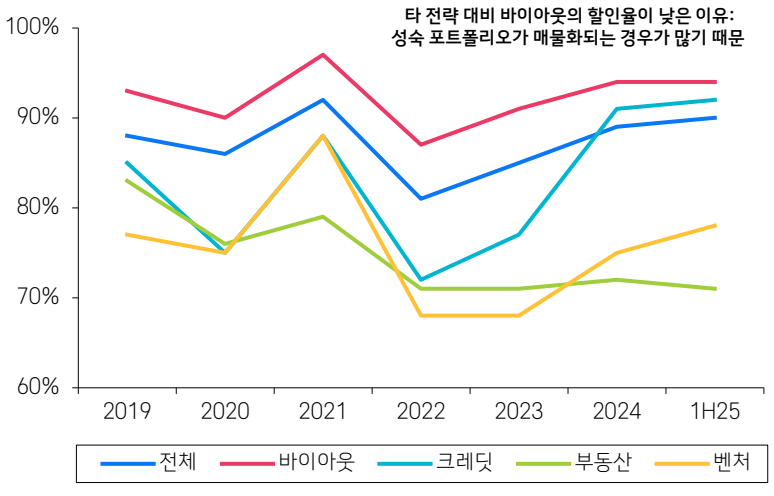
자료: 삼성증권

세컨더리의 특징

가장 비싼 비용인 투자기간을 절감

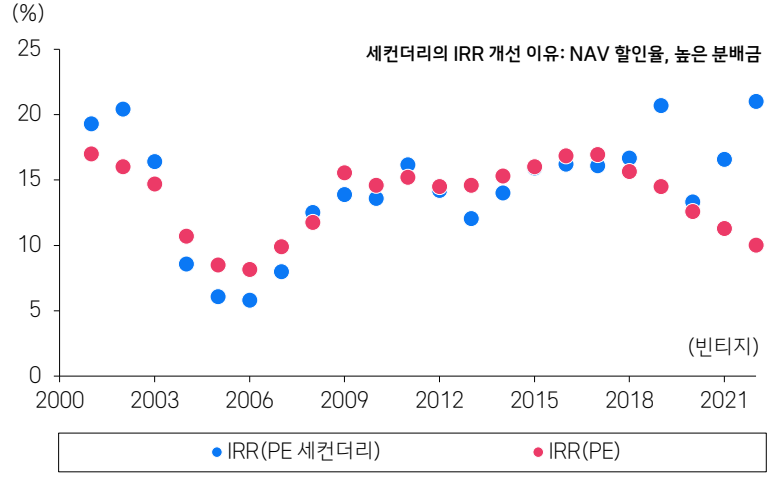
- LP가 IRR보다 DPI를 우선시하는 기조가 형성되며 PE 세컨더리 시장은 빠르게 성장, 투자자는 ① 다각화, ② 양질의 자산에 접근할 기회
- 좋은 기업 포트폴리오는 오래 들고 가며 기존 LP에게는 선택적 현금 유동성을, 신규 LP에게는 우량자산을 제공하는 구조로 관리
- 세컨더리는 펀드 수명 중후반에 형성되어 프라이머리 대비 빠른 현금흐름 회수가 가능, 매각자는 기존 포트폴리오의 유동성 확보
- 신빈티지에서 기타 전략 대비 높은 DPI 추이를 보였으며 NAV 할인율은 전체 PE 전략 대비 높은 IRR을 창출하는 주요인
- 세컨더리는 PE의 알파는 유지하되, 기간/리스크/불확실성을 낮추는 방식, 가장 비싼 비용인 투자 기간을 절감

전략별 세컨더리 NAV



자료: Jefferies

신빈티지 PE 세컨더리 IRR 개선



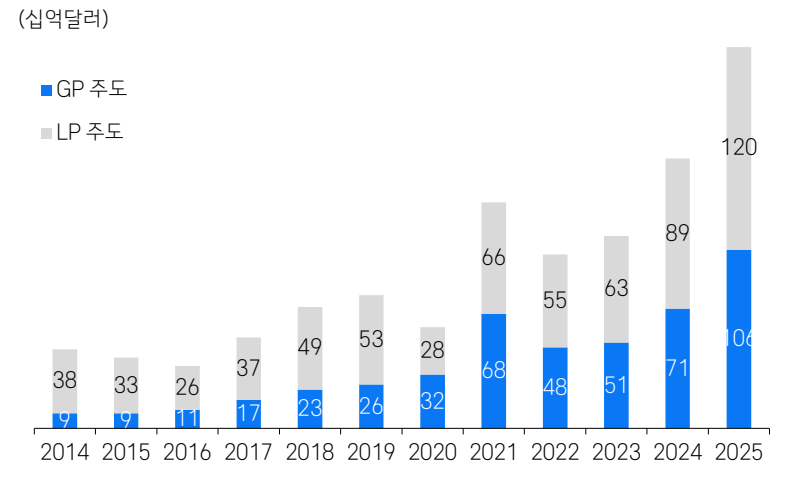
참고: 펀드별 IRR 중앙값 기준
자료: Preqin, 삼성증권

세컨더리의 특징

LP 매각에서 시작해 GP 주도로 성장

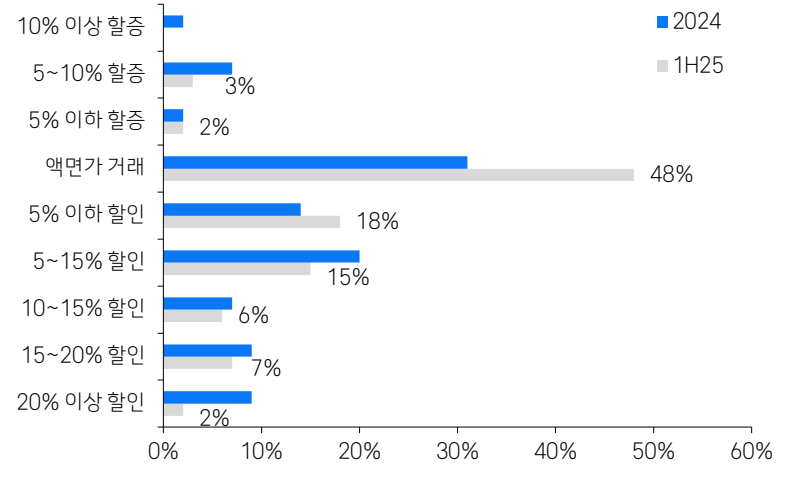
- 펀드 연장 필요와 더불어 투자 수요 확대로 2025년 최대 규모의 세컨더리 거래액 경신. LP와 GP 모두 세컨더리 활용도가 크게 늘어남
- 전통적 엑시트 방식인 IPO와 M&A의 침체 요인 외에도 기존 LP들은 포트폴리오 비중 조정, 유동성 확보, 만기 구조 관리 등으로 세컨더리를 통한 매각
- 당초 세컨더리 매각은 성과와 무관한 LP의 강제 매각으로 시작되었으나 2019년부터 GP 주도의 거래 증가. 이제 LP와 GP 주도의 거래 비중은 비등
- GP 주도로 양질의 자산을 컨티뉴에이션 펀드로 보내는 사례가 늘며 시장에 출회되는 자산의 질 상승, 실제 GP 주도 거래에서 NAV 할인율 축소

GP 및 LP 주도 매각액



자료: Preqin, 삼성증권

GP주도 거래 가격 현황: 할인율 축소, 급매 사례 감소를 시사

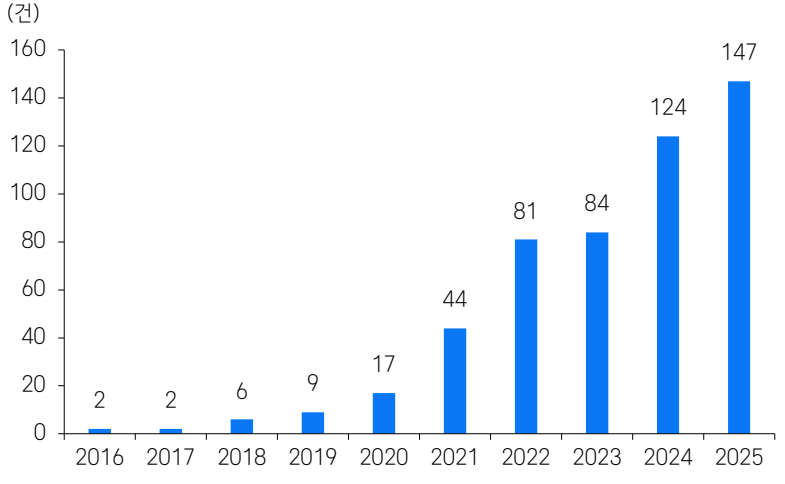


자료: Campbell Lutyens

CV(Continuation vehicle): 일시적 대안이 아닌 뉴노멀

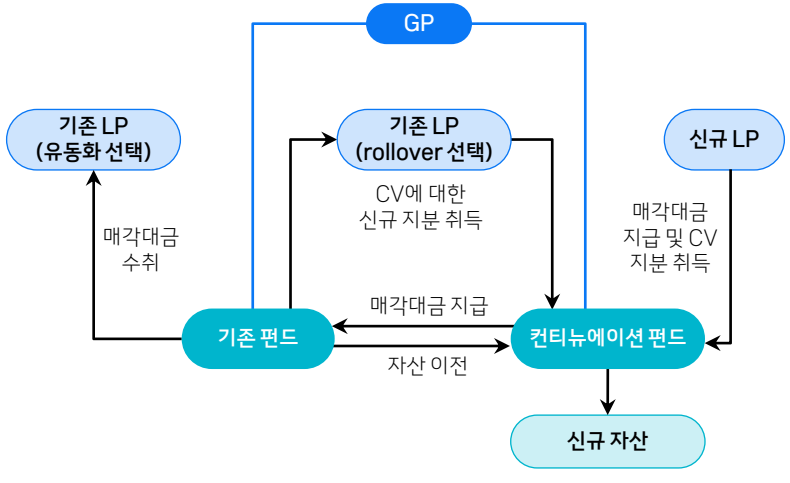
- 전통적 방식의 엑시트가 어려워지자 기존 자산을 새 펀드로 넘겨 부분 유동화와 지속 보유를 택하는 세컨더리(내부 구조 재편) 엑시트 증가
- 대표적 방식은 CV(컨티뉴에이션 펀드): 펀드 만기 시 GP는 유지하되 기존 LP 또는 신규 LP를 모집해 신 펀드 결성 후 기존 자산을 이전하는 GP 주도 전략
  - 유동성 제공, 불리한 시점에 강제 매각을 막을 수 있으나 성공적인 후속 성과가 나오지 않으면 GP가 근본적 문제를 미룬다는 리스크가 제기될 수 있음
  - 기존 펀드의 지분율을 rollover하기로 선택한 기존 LP들은 CV에 대해 신규 지분을 청구할 수 있으며 투자 조건 재협상 옵션을 부여 받을 수도 있음
  - CV는 이전 펀드 대비 낮은 밸류에이션, 재조정된 캐리, 더 강한 거버넌스 보호장치가 부가되는 경우가 많음
- 미국 내 CV 규모는 5년 만에 4배 증가, 스폰서 기반(sponsor-backed) 엑시트의 14%가 CV를 통해 이뤄졌으며 5년 후 29%로 상승할 전망(Preqin)
- 엑시트가 더 지연된다는 부정적 인식도 있으나 CV는 프라이머리 펀드 대비 운영 안정성, 예측 가능한 수익 구조의 장점으로 빠르게 성장할 것

글로벌 컨티뉴에이션 펀드를 통한 엑시트 건수



참고: 북미와 유럽 대상
자료: Pitchbook, 삼성증권

컨티뉴에이션 펀드 구조



자료: 삼성증권

CV(Continuation fund): 일시적 대안이 아닌 뉴노멀

- CV는 2025년 세컨더리 시장의 거래 및 자금 모집을 사상 최대 수준으로 끌어올린 주역
- GP가 부진한 자산을 숨기는 수단이라는 우려도 있으나 실제 데이터상에서는 상위 컨티뉴에이션 펀드 성과가 상위 바이아웃 펀드를 소폭 상회
- PE시장이 성숙하며 세컨더리 및 컨티뉴에이션 펀드는 일시적 대안이 아닌, 상시 인프라로 정착하고 있음
- 최종 IRR보다 주기적인 DPI를 중시하는 방향으로 사모대체 시장이 형성되고 있기 때문

컨티뉴에이션 펀드에서 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

주요 컨티뉴에이션 펀드 사례

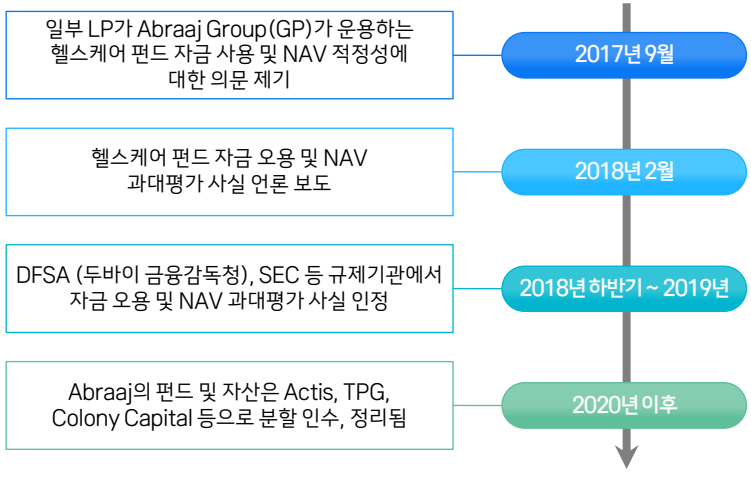
컨티뉴에이션 펀드	운용사	이전 포트폴리오 회사	규모 (십억달러)
Blackstone BioMed Life Science Real Estate	Blackstone	BioMed Realty Trust	14.6
Cloud Software Continuation Fund (single asset)	Vista Equity Partners	Cloud Software Group	5.6
Springer Nature Acquisition Fund (single asset)	BC Partners	Springer Nature	4.0
KSL Capital Alterra Continuation Fund	KSL Capital Partners	Alterra Mountain Company	3.0
AKKR Isosceles CV (single asset)	Accel-KKR	isolved	1.9
한앤컴퍼니 컨티뉴에이션 펀드	한앤컴퍼니	쌍용C&E	1.5
Bansk Group Continuation Fund (single asset)	Bansk	Arcadia Consumer Healthcare	1.4

자료: 삼성증권

리스크 점검

- **리스크 1)** 대형 GP까지 세컨더리에 몰리며 경쟁 심화, 경기 둔화 시 세컨더리 딜 가격 하락 위험
- **리스크 2)** 밸류에이션의 적정성: NAV 기반으로 가치를 책정하나 비유동성 자산으로 정확성 문제
  - GP마다 다른 전망, 자산의 성숙도, 상이한 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 등의 점검이 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

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 • GP는 독립적인 평가 의견 제공자와의 직전 2년간의 중요한 거래 관계의 요약을 LP에게 제공해야 하는 의무 • 또한 1940년 투자자문업자법을 개정해 모든 등록된 PE 자문업자에 대해 LP 대상 PE 성과 및 수수료/비용 등에 대한 분기별 명세서 제출, 연간 감사 의무 등 규제강화 방안 발표
ILPA (Institutional Limited Partners Association, 기관유한책임사원협회)	• 2023년, GP주도 세컨더리 거래의 투명성 제고 목적으로 컨티뉴에이션 관련 GP와 LP의 고려사항을 담은 가이드라인 발표 • 주요 내용으로는 GP가 거래 주요 단계마다 LP 자문위원회와 LP를 신속히 참여시켜야 되며 LP 자문위원회는 최소 30일 (영업일 기준 20일)의 기한을 갖고 의사결정 권고

자료: SEC, ILPA, 삼성증권

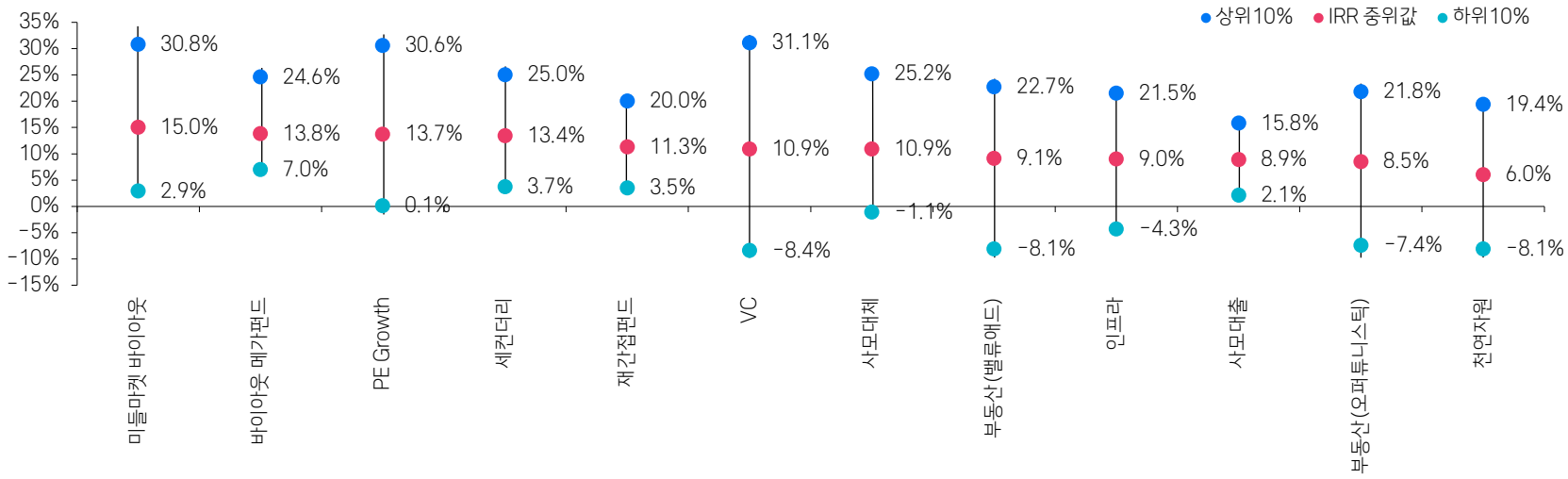
PART
04

Appendix: 사모대체 시장 변화

전략별 성과와 변동성

- 사모대체 시장 내 전략별 성과 점검 시, 장기 시계열로는 PE가 높은 성과를 보이나 2022년 이후 사모대출이 양호, 고금리에 방어적 성격이 부각된 것
- 전략별 IRR 분포를 보면 VC의 편차가 가장 큰 것으로 나타남. 상위 운용사는 매우 높은 IRR, 하위는 심지어 (-) 수익률도 시현
- PE는 평균 성과는 안정적이나 상하위 격차는 역시 큼
- 인프라, 사모대출은 변동성과 상하위 펀드별 격차가 덜함. 예측 가능성은 높으나 절대적으로 높은 수익률의 가능성은 낮음을 시사
- 사모 대체시장은 자산군 선택보다 운용사 선택이 더 중요하다는 단점. 특히 VC/PE에서 두드러짐

사모대체 폐쇄형 펀드 전략별 IRR 분포

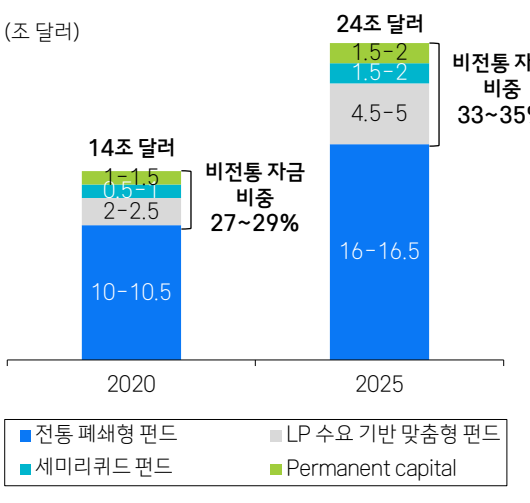


참고: 2002~2019 빈티지 대상, 2025년 6월 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

비전통 자금 유입

- 글로벌 PE에 자금모집이 하락하고 AUM이 둔화되는 것으로 나타나고 있으나 전통적인 기관 위주의 폐쇄형 펀드 자금을 기준으로 집계하기 때문
- 미국 내 사모대체 시장에 비전통 자금 유입이 빠르게 증가세. 사모대체 시장에 유입되는 자금은 꾸준히 증가세이며 단지 형태가 바뀌고 있음을 시사
- PE에 비전통 구조의 자금 유입 사례는 SMA, 세미리퀴드, Permanent capital 등. 이러한 자본 비중은 2020년 27~29%→2025년 33~35%로 증가
- 전통 PE의 AUM은 연평균 5~10% 성장률을 보이는 반면, 비전통 구조의 성장률은 10~15%로 2배 상회, 이를 포함 시 PE의 AUM은 증가세로 추정

사모시장에 대안적 구조의 자본 유입



	2020-2025 CAGR (%)	2024~2025 YoY 성장률 (%)
Permanent capital (영구 자본)	10-15	10-15
세미리퀴드	15-20	
SMA (LP 수요 기반 맞춤형)	15-20	
전통 폐쇄형 (Closed end)	5-10	5-10
전체	10-15	10-15

자료: Pitchbook, 삼성증권

용어 설명

SMA (Separately Managed Account)	• 여러 LP가 모이는 일반 블라인드 펀드와 달리 하나의 LP를 위해 맞춤형으로 운용되는 펀드 • 대형 연기금이 특정 섹터에 큰 규모로 직접 노출을 원할 때 활용되는 경우가 많음
세미리퀴드 펀드	• 전통 폐쇄형 펀드와 공모펀드의 중간 구조 • 만기가 없거나 매우 길고 분기/반기 단위로 부분 환매 가능
Permanent Capital (영구자본)	• 만기 없는 에버그린 펀드 구조의 자본 확보 전략 • 대표적인 예로 BDC, 인터벌펀드, 텐더오퍼 펀드 등
인터벌 펀드	• 펀드 재산의 일정 비율 한도 (5~25%)로 정기적(분기, 반기) 부분 환매 가능한 펀드 • 주로 유동성이 낮은 인프라, 부동산 대상으로 운용
Tender offer	• 펀드가 투자자 지분을 일정 비율로 정해진 시기에 환매하는 절차 (정기적 환매 의무는 없음) • 인터벌 펀드 대비 높은 유연성

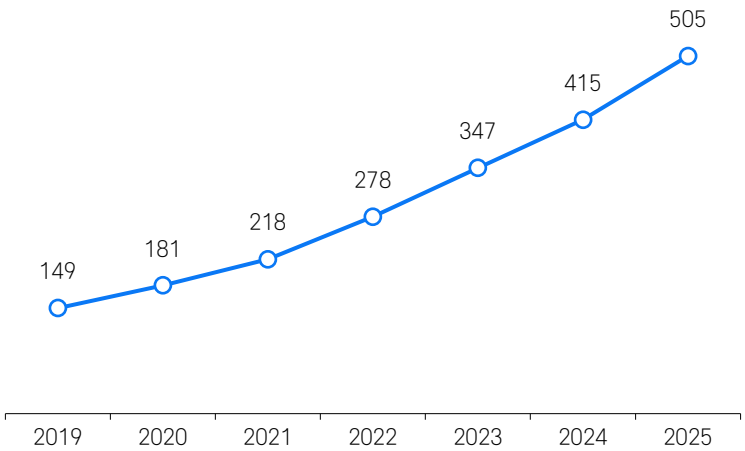
자료: 삼성증권

사모대체 시장 변화

비전통 자금 유입: 에버그린 펀드 증가

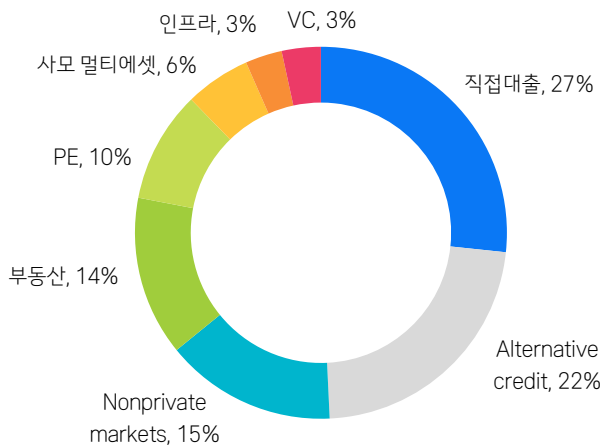
- 2025년, 미국 사모대체 시장에는 사상 최대 규모의 신규 펀드가 출시됨
- 성장을 견인한 펀드 유형은 리테일을 겨냥한 에버그린 펀드(상시 개방형 펀드), 이는 개인자산 관리 채널의 성장의 중심이 됨
- 현재 미국 내 상시 에버그린 펀드는 500개 상회. NAV 규모는 5천억달러
- 에버그린 펀드의 전략별 비중은 직접대출이 27%로 최대, PE도 10%에 육박

미국 내 에버그린펀드 개수



참고: 2025년 11월 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

전략별 에버그린 펀드 비중

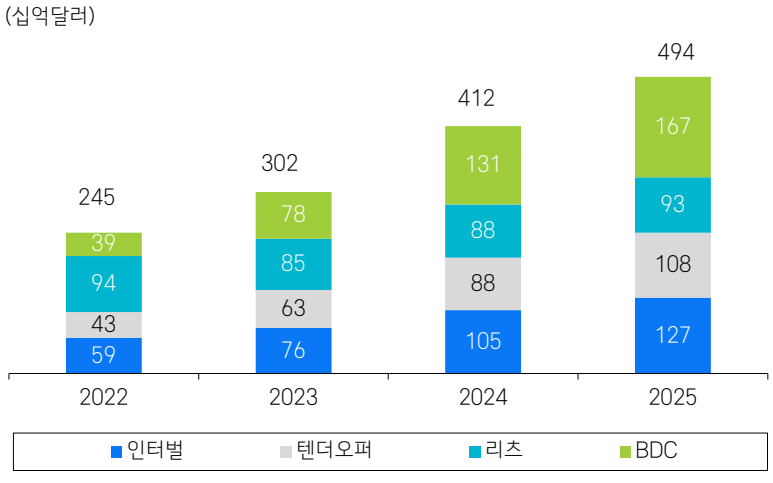


참고: Alternative credit은 직접대출을 제외한 광범위한 사모 신용 전략 포괄(부실채권, 메자닌, 구조화채권 등), 2025년 11월 말 기준
자료: Morningstar, 삼성증권

비전통 자금 유입: 에버그린 펀드 증가

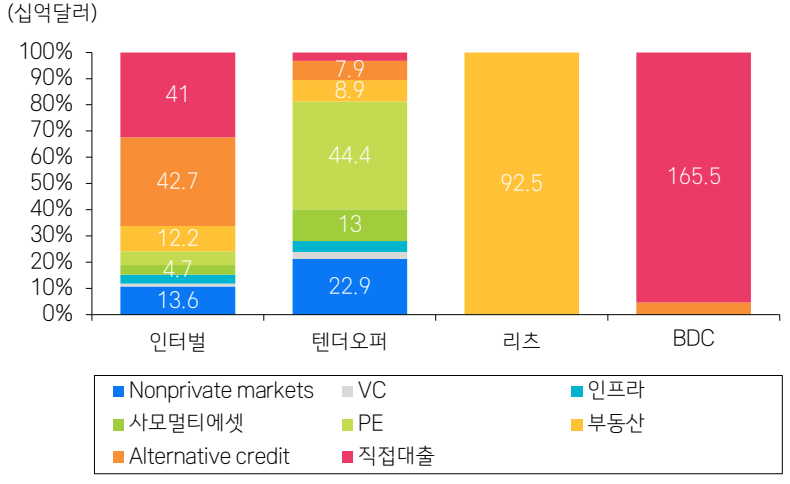
- 에버그린 펀드는 텐더오퍼 및 인터벌펀드 구조 등으로 다양한 대체 자산군에 접근하기 시작
- 인터벌펀드, BDC, 구조화상품, 유럽장기투자펀드(ELTIF)등은 모두 GP의 자금조달 전략의 중심으로 부상
- 많은 GP들이 보험사와 개인 자산가를 고객 대상으로 삼기 시작하며 사모대체 시장에 유동성이 강화된 비전통 자금 유입은 증가할 것
- 그러나 상당수는 검증되지 않은 펀드라는 점도 고려해야 함. 운용사 측면에서는 유통채널, 유동성 관리, 컴플라이언스 강화 등이 필수

펀드 구조별 비상장 에버그린펀드의 AUM



참고: 미국 대상, 2025년 12월 기준
자료: Morningstar, Pitchbook, 삼성증권

구조 및 전략별 AUM 비중

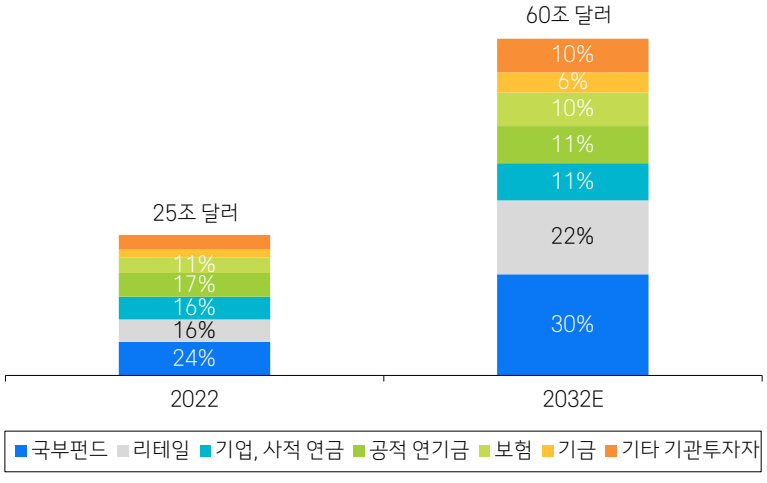


참고: 미국 대상, 2025년 12월 기준
자료: Morningstar, Pitchbook, 삼성증권

비전통 자금 유입: 개인 자산(Private wealth) 유입

- 사모대체 시장에 개인 자금의 지속 유입, 구조적으로 중장기 대체투자의 수요 지지 요인. 이제 사모대체 시장은 기관 중심에서 개인 투자자로 확대 중
- 퇴직연금의 시장 유입 가능성 상승. 미 DC형 퇴직연금(401k)에 사모대체 자산 편입 논의 본격화. 참여자는 9천만명, 자금 규모 12조 달러
  - 2025년, 행정명령을 통해 DoL(노동부), SEC는 비유동 자산 편입 가이드라인 마련을 지시 받음
- 그러나 리스크는 사모 대체 시장에서 유동성 메커니즘이 아직 충분히 검증되지 않았다는 점
  - 스트레스 시황에서 환매 요구 증가에 대응 방안, NAV와 실제 유동성 간 괴리 발생 등. 투자자 교육이 선행되어야 할 필요성이 높음

글로벌 대체투자 자산의 투자자별 AUM 구분



자료: Preqin, PwC

미국 401k (DC 플랜)에 사모대체 자산 편입 논의

현황

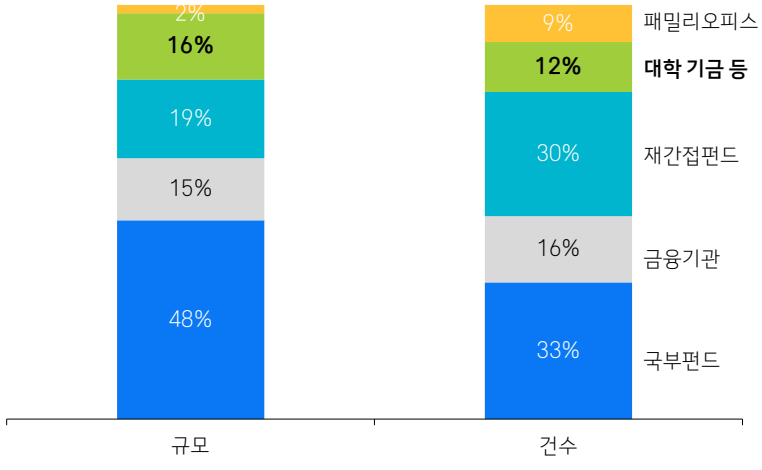
- 2025년 8월 트럼프 행정부는 401K 제도를 전통적 주식 및 채권 외에 가상자산, 대체투자 등으로 확대하는 행정명령 ("Democratizing Access to Alternative Assets for 401k Investors") 에 서명
- 노동부에 6개월 내 관계부처 (증권거래위원회, 재무부) 협의 지시
- 2025년 10월, 미국 공화당 소속 하원의원은 행정명령을 법률로 성문화 하는 내용의 '은퇴 투자 선택법'을 대표 발의안으로 하원 금융서비스위원회에 제출

자료: 삼성증권

대학 기금(endowment) 자금 유출

- 2025년 미 대학은 예산 적자를 상쇄하기 위한 기금 인출이 334억 달러로 전년 대비 10.9% 증가 (NACUBO-Commonfund 연례 설문조사), 역대 최대
- 법무부 파생 조직인 '반유대주의 대응 태스크포스'는 캠퍼스 내 차별과 반유대주의 혐의를 이유로 주요 대학 단속, 하버드, 코넬, 노스웨스턴, 컬럼비아, 브라운등 최상위 대학 장학 프로그램 및 연구 프로젝트에 연방 자금이 동결되거나 종료. 이 외에도 유학생 감소, 장학금 지출 상승 등 재정적 압박 지속
- 2026년 기금의 초과 세금 인상 가능성이 발표되며 이익 실현을 앞당기려는 미국 대학의 PE 지분 매도 증가, 세컨더리 시장으로 출회
- 대학은 지출율을 맞추기 위해 유동성도 필요. 2025년 대학은 현금 확보를 위해 사모펀드와 같은 비유동성 투자상품에 대한 투자 속도를 늦추게 된 계기
- 상위 대학들은 PE에 주요 LP라는 점에서 2025년 PE 시장의 AUM 및 자금 조달에 부정적 영향을 미침

2025년 세컨더리 시장 내 매도자별 비율



자료: Jefferies

미국 주요 대학의 기금 인출 및 지분 매각 등 유동성 확보 방안

	현황
컬럼비아	• 2025년 3월, 트럼프 행정부는 4억 달러 규모의 연방 연구 보조금 중단 • 이 공백을 메우기 위해 운용 기금 중 'unrestricted endowment' 일부를 'Research Stabilization Fund(RSF)'로 전환해 사용 • 현재는 합의를 이뤄 보조금 지급 재개
하버드	• 2025년 기준 대학 기금: 569억 달러 • 2025년 4월부터 제프리스와 협력해 세컨더리 방식으로 10억달러 규모의 사모펀드 지분을 렉싱턴 파트너스에 매각하는 방안 논의 중
예일	• 2025년 기준 대학 기금: 400억 달러 • 세컨더리 시장에서 25억 달러 규모의 PE 및 VC 지분 매각 추진 • 에버코어가 자문을 담당하고 있으며, 렉싱턴 파트너스, HarbourVest Partners 등이 포트폴리오를 검토 중인 것으로 알려짐

자료: 삼성증권

글로벌 연기금 동향: 대체투자 비중 상향 추세

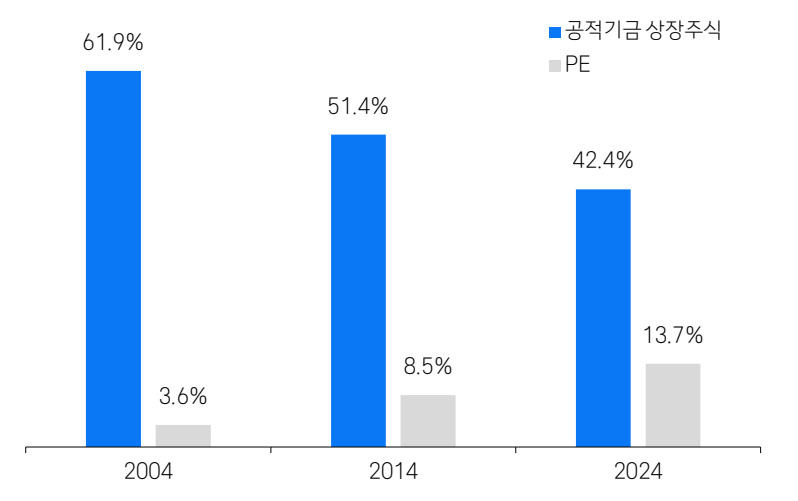
- 대학 기금 등 예외적 이슈가 있는 LP를 제외하고는 향후에도 시장 불확실성이 지속될 것으로 예상됨에 따라 글로벌 기관투자자들은 리스크를 분산하기 위해 대체투자 자산 비중 확대 기조
- 특히 PE와 PD 투자에 집중할 것으로 예상되며, 각각 전체 대체투자 중 31%, 17%로 가장 큰 비중 차지
- Natixis가 실시한 기관투자자 대상 설문에 따르면 서베이에 참여한 65%가 60/20/20 (주식/채권/대체) 포트폴리오가 전통적 60:40 포트폴리오 대비 더 높은 기대 수익을 제공한다고 평가
- 글로벌 50대 공적연기금과 국부펀드들은 포트폴리오 비중은 조절, 부동산 비중을 축소하는 대신 인프라, 사모 대출, PE 확대

글로벌 주요 연기금 대체투자 비중 변화

(%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CPPIB (캐나다)	57.0	60.0	61.0	66.0	64.0	63.0	63.0
CalPERS (미국)	18.0	18.0	19.0	28.0	30.0	29.0	35.4
GPIF (일본)	0.6	0.7	1.1	1.4	1.5	1.6	n/a
ABP (네덜란드)	18.2	18.9	21.2	22.8	21.1	20.2	n/a
GPFG (노르웨이)	2.7	2.5	2.5	2.7	1.9	1.9	2.1
NPS (한국)	11.4	10.9	12.6	16.4	15.9	17.1	15.9

참고: 국민연금은 2025년 11월 말 기준
자료: 각 기금, 삼성증권

공적 기금의 상장주식과 PE(사모주식)의 배분 비중 변화



자료: Public plans data, 삼성증권

Appendix

Glossary

- PE 펀드의 투자성과를 측정하는 방법으로는 통상 MOIC(Multiple on invested capital)와 IRR(Internal rate of return)이 사용됨
- MOIC는 투자금 대비 회수금의 배수, 투자액이 중요한 경우에 유용, IRR은 모든 현금흐름의 순현재가치가 (NPV, Net present value)가 0이 되는 할인율 (=내부수익률)
- 빈티지는 각 펀드가 설립된 해를 의미하여 특정한 해에 투자된 상품 분류 시 사용되는 용어
- Primary 펀드는 신규 설정되는 PE 펀드에 출자하는 원펀드, secondary 펀드는 기존 PE 펀드의 LP 지분에 투자

프라이머리 vs. 세컨더리 펀드 비교

	프라이머리	세컨더리
투자 대상	신규 설정되는 PE 펀드	기존 PE 펀드 LP 지분
투자 시점	펀드 결성 초기	펀드 중·후반기
투자 기간	10~12년	5~8년
목표 수익률	일반적으로 15~20%+	일반적으로 12~18%
수익 발생 시점	후반부 집중	초기부터 회수 가능
J-curve	크게 발생	완화
배당 및 회수	느림	빠름

자료: 삼성증권

PE의 투자성과 측정 지표 비교

	MOIC	IRR
지표 개념	투자원금 대비 회수금	투자기간 동안의 연환산 수익률
시간 요소 반영	미반영	반영 (조기 회수일수록 높아짐)
투자기간 영향	없음	매우 큼
직관성	매우 높음	상대적으로 낮음
중간현금흐름 반영	미반영	같은 액수의 이자, 배당 등 현금흐름 발생하더라도 어느 시점이냐에 따라 다른 결과
재투자 가정	재투자 개념 반영 못함	계산 시, 동일 수익률로 재투자를 가정해 다소 비현실적인 전제
GP 성과보수와의 연관성	보조지표로 활용되는 경우가 많음	성과보수 산정에 직접적으로 활용되는 경우가 많음

자료: 삼성증권

Compliance Notice

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

삼성증권

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

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