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

PIK 이해하기: 보이는 수익에도 들어오지 않는 현금

PIK, 보이지 않는 이자의 구조

사모대출 시장을 이해하려면 PIK (Payment-in-Kind) 구조를 먼저 이해해야 한다.

PIK는 차주 (대출을 받은 기업)가 이자를 현금으로 지급하지 않고, 이를 원금에 더해 이후에 상환하는 방식을 의미한다. 이 경우 채권자는 실제 현금을 수취하지 않았음에도 불구하고, 회계상으로는 이자가 발생한 것으로 인식하게 된다.

이 구조는 새로운 것이 아니다. PIK는 1980년대 LBO (Leveraged Buyout, 차입을 활용한 기업 인수) 시장에서 널리 사용된 전통적인 금융기법이다. 인수 직후 현금흐름이 충분하지 않은 기업이 초기 몇 년간 현금 이자 부담을 낮추기 위해 설계된 구조였다. 즉, PIK는 본래 기업의 초기 현금 부담을 이연시키는 방식의 자본 구조이지, 부실을 숨기기 위한 장치로 설계된 것은 아니다.

같은 PIK, 전혀 다른 의미

다만 최근 들어 이러한 PIK 구조가 사모대출 시장에서 다시 논란의 중심에 올라서고 있다. 이는 구조 자체의 문제가 아니라, PIK를 사용하는 의도나 목적이 달라지고 있기 때문이다. 따라서 PIK는 크게 두 가지로 구분해 살펴볼 필요가 있다. 하나는 처음부터 계약에 포함된 PIK, 다른 하나는 운영 중 추가된 PIK다. 전자는 계약 시 선택사항이지만, 후자는 의미가 달라진다.

앞서 언급하였듯이, PIK는 기업의 초기 현금 부담을 완화하기 위한 구조로, 처음부터 계약에 포함되기도 한다. 그러다 2020~2021년 사모대출 시장이 빠르게 성장하는 과정에서 사모대출 (direct lending)과 BSL (Broadly Syndicated Loan) 간 경쟁이 심화되자, deal 확보를 위해 초기부터 PIK 옵션을 포함시킨 사례가 늘어났다. 이 경우 PIK는 차입자를 유치하기 위한 경쟁 조건으로 설계된 것이었기에 무조건 부정적으로 해석할 필요는 없다.

문제가 되는 순간: cash-pay에서 PIK로

그러나 문제는 운영 과정에 발생한다. 최근에는 초기 설계된 구조가 아닌, cash-pay (현금이자지급)가 PIK로 전환되는 사례가 증가하고 있다. 시카고 기반 투자은행 Lincoln International에 따르면, 운영 중 추가된 PIK 비중은 2022년 약 2.5%에서 2025년 6.4%까지 확대되었고, 이를 "shadow default rate"로 볼 수 있다고 설명했다. 이는 cash-pay 계약 구조가 PIK로 전환된 만큼, 해당 기업의 현금흐름 압박이 누적되고 있음을 의미한다. 전환된 PIK 건들은 향후 공식 디폴트로 이어질 가능성도 열어둬야 한다.

이렇듯 전환이 발생한 배경에는 두 가지 원인이 작용한다. 첫째, 금리 수준이다. 과거 대비 높은 금리 환경에서는 동일한 레버리지 구조라도 이자 부담이 크게 증가한다. 여기에 일부 산업에서는 성장 둔화가 겹치면서, 현금 유입 증가 속도보다 이자 비용 증가 속도가 더 빨라졌다.

둘째, cov-lite (약정 완화 구조)의 확산이다. 과거 cov-heavy 대출에서는 실적 악화 시 covenant 위반으로 이어지며 문제가 조기에 드러나는 경우가 많았다. 반면 현재는 maintenance covenant가 약화되면서 즉각적인 트리거 없이 조건 조정이 가능해졌고, 이 과정에서 PIK 전환이 대응 수단으로 활용되고 있다. 문제는 사라진 것이 아니라, 드러나는 시점만 늦추고 있는 셈이다.

게다가, 초기부터 설계된 PIK 역시 시간이 지나며 성격이 변할 수 있다. 금리 상승이나 실적 둔화로 인해 현금 이자 지급이 어려워질 경우, 기존 구조를 유지하지 못하고 PIK 비중이 확대되거나 추가 전환이 발생할 수 있다.

결국 PIK 전환은 단순한 이자 방식의 변화가 아니라, 현금흐름 약화를 드러내는 신호로 해석되며 Lincoln International은 이를 두고 Bad PIK로 표현한 바 있다.

수익은 보이지만, 현금은 줄어든다

이 구조는 BDC (Business Development Company) 기업들에서 뚜렷하게 확인된다.

BDC 기업들은 발생주의 회계를 적용하기 때문에 현금 수취 여부와 관계없이 이자가 발생하면 이를 수익으로 인식한다. PIK 상황에서는 차주는 현금을 지급하지 않지만, BDC는 이자를 수익으로 인식한다. 즉 현금 유입과 수익 인식이 분리된다. 이 경우 NII (Net Investment Income)는 유지될 수 있고, 배당과 NAV 역시 단기적으로는 안정적으로 보일 수 있다. 그러나 실제로는 현금 유입이 감소한다.

BDC는 RIC (Regulated Investment Company) 구조에 따라 과세소득의 대부분을 배당으로 지급해야 한다. 문제는 이 과세소득에 PIK와 같은 비현금수익이 포함된다는 점이다. 결과적으로 현금을 받지 않았음에도 배당을 지급해야 하는 상황이 발생할 수 있다. 이 경우, BDC는 유동성을 활용하거나 자산을 매각하거나 또는 차입을 통해 현금을 확보한다. 수익은 유지되나, 현금은 외부에서 조달하게 되는 셈이다.

따라서 BDC를 분석할 때는 NII의 절대 수준보다 그 안에서 PIK 이자가 차지하는 비중을 함께 확인해야 할 것이다. NII가 증가하더라도 PIK 비중이 확대되고 있다면, 이는 안정적인 수익 증가라기보다 현금흐름 약화가 반영된 결과일 수 있다.

과거에도 PIK 노출 증가 사례는 존재하지… 그 결과는?

과거에도 PIK 노출 증가가 실제 BDC의 자산 건전성 악화로 이어진 사례가 있다.

Fifth Street Finance Corp.은 2014~2016년 동안 포트폴리오 내 저품질 대출과 PIK 노출이 증가했다. 장부상 수익은 유지되었지만 자산 건전성은 악화되었고, 이후 NAV가 지속적으로 하락하며 배당이 축소되었다. 결국 투자자 신뢰가 훼손되며 운용권이 외부로 이전되었고, 회사는 Oaktree 계열로 편입되었다. Medley Capital Corp. 역시 유사한 흐름을 보였다. 신용 품질이 약화되는 과정에서 PIK 비중이 증가했고, 수익과 현금창출력 간 괴리가 확대되었다. 이후 NAV 하락과 배당 불안정 속에 결국 포트 손실로 Chapter 11 절차를 밟았다.

이들 사례에서 읽히는 공통점은 분명하다. PIK 노출 확대 이후 현금흐름이 먼저 약화되었고, 시간이 지나면서 NAV 하락과 배당 축소가 뒤따랐다. 지금 시장이 PIK 증가를 우려하는 것도 이러한 사례를 경험했기 때문일 것이다.

결국, 무엇을 봐야 하는가

이러한 흐름을 종합하면, PIK는 단순한 이자 구조를 넘어 차주의 현금흐름과 신용 상태 변화를 드러내는 지표로 해석할 필요가 있다. 이를 바탕으로 현재 사모대출 시장을 바라볼 때 중요한 판단 기준은 다음과 같다.

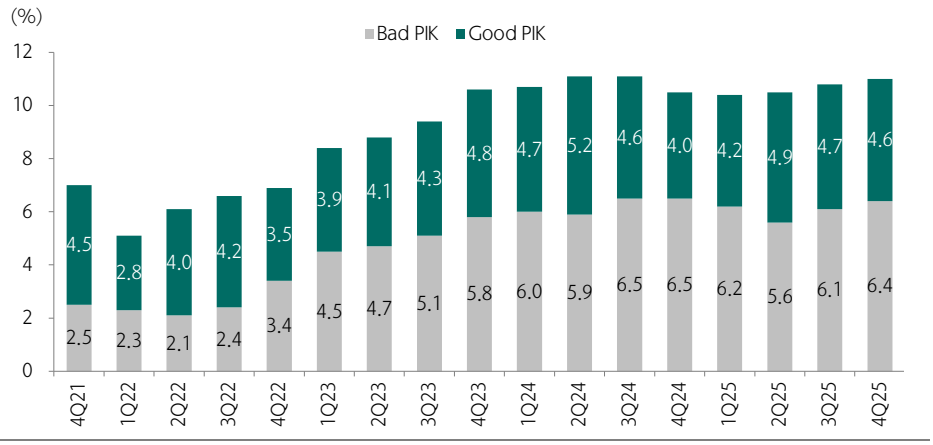
첫째, PIK는 더 이상 단순 금리 옵션으로 보기 어렵다. 특히 운영 중 추가되는 PIK는 차주의 현금흐름 압박을 반영하는 신호로 의심해봐야 한다. 둘째, BDC 수익 지표는 그 자체로 해석하기보다 현금흐름과 함께 봐야 한다. 특히 NII 증가가 PIK 이자 확대에 기반한 것인지 여부를 구분할 필요가 있다. PIK 비중이 높아지는 상황에서의 수익 증가는 현금흐름을 동반하지 않을 수 있다. 셋째, 시장에서 중요한 것은 디폴트 발생 여부보다도 현금이 언제부터 줄고 있는지다. PIK는 바로 그 시점을 보여주는 구조다.

마지막으로, 이 구조는 손실이 사라진 것이 아니라 지연되고 있다는 점을 시사한다. 현금흐름과 수익 (NII) 사이의 괴리가 확대될수록, 그 차이는 결국 NAV와 가격에 반영될 가능성이 높다.

시카고 지역 은행 링컨 인터내셔널 집계에 따르면, Private Credit loan 내 PIK 비중은 22년 초 5%에서 25년 말 11%로 증가한 것으로 확인

이중, 중도에 PIK 옵션 구조로 전환된 비율 (Bad PIK)이 6.4%로 22년 대비 3배로 증가된 상태

도표 1. U.S. Private Credit loans 중 PIK 비중



자료: Lincoln International, 하나증권

도표 2. PIK 노출 증가를 겪었던 BDC 사례 비교

구분	Fifth Street Finance Corp.	Medley Capital Corp.
투자 자산	- 미들마켓 직접대출 중심	- 미들마켓 직접대출 중심
문제 발생 시기	- 2014 ~ 2016	- 2015 ~ 2018
상황 전개	- NII 안정적, 배당 유지 - 저품질 자산 증가 + PIK 비중 확대	- NII 유지, 고배당 지속 - 신용 질 저하 + PIK 증가
핵심 신호	- 현금 수취 감소 (PIK 증가)	- 현금흐름 약화 + PIK 확대
회계상 모습	- 수익 유지 (착시)	- 수익 유지 (착시)
실제 현금흐름	- 현금창출력 저하 - NAV 지속 하락 - 배당 삭감	- 현금창출력 저하 - NAV 하락 - 배당 불안정/삭감
결과	- 투자자 신뢰 훼손 (운용권 변경) - Oaktree Capital Management 로 구조 개편	- 손실 누적 (구조조정 필요) - 21 년 chapter 11

자료: 하나증권