SECTOR
UPDATE

2026. 4

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

대체투자 시리즈 ⑨

사모대출 시장 점검

삼성증권

사모대출 시장 점검

은행 규제와 시장 위기를 기회로 빠르게 성장해 온 사모대출 시장은 태동 이후 처음으로 위기를 겪고 있습니다. 계기는 연초 시작된 비상장BDC의 환매 증가입니다.

2024년 하반기부터 시작된 은행 BSL과 딜소싱 경쟁, 장기화된 고금리와 관세정책의 후유증이 누적되며 수익률이 저하되고 투자심리가 취약해진 가운데, 연초 불거진 소프트웨어 기업 우려가 환매를 촉진했습니다. 그런데 AI disruption에 따른 소프트웨어 기업의 부실화가 표면화된 것은 아닙니다. 이번 이벤트의 일차적 원인은 크레딧 리스크라기보다 유동성 불일치입니다. 사모대체의 만기는 5년 내외로 긴 반면 비상장BDC와 같은 semi-liquid 펀드의 환매 주기는 분기단기로 짧기 때문입니다.

환매 압력이 지속되면 대출자산의 강제 매각이 발생하고 NAV 할인율이 과도하게 확대될 경우, 사모대출 시장은 장기 침체의 가능성이 있습니다. 특히 소프트웨어 기업의 레버리지론과 BDC의 대출만기는 2027년, 2028년부터 집중적으로 증가합니다. 사모대출 업계는 2020~2022년 투자한 소프트웨어 기업의 투자 비중이 높고 PSR 10~20배의 고가에 매입했다는 점에서 일부 부실화 가능성이 있습니다. 따라서 올해 사모대출 업계는 PE 스폰서와 함께 구조조정 및 포트폴리오 재편에 주력할 것으로 예상되며 이 과정에서 크고 작은 이벤트는 불가피할 것입니다. 노이즈는 연중 지속될 가능성이 있습니다.

그럼에도 글로벌 금융위기처럼 시스템 리스크로 확산될 가능성은 제한적입니다. 당시 투자은행의 레버리지는 30배에 달했던 반면 현재 사모대출 펀드단의 레버리지는 1~2배입니다. 당시 대비 은행들의 자기자본 여력도 크게 강화되었습니다. 극단적 상황을 가정하더라도 2023년 SVB 사태 당시 지역은행의 상업용 부동산 부실을 대형은행이 흡수하며 위기를 완화했던 사례와 유사할 것으로 예상합니다.

10여년간 무차별 고성장을 했던 사모대출 업계는 변별의 시기에 진입했습니다. 이번 위기를 겪으며 사모대출 시장은 다음 변화가 예상됩니다. ① 이번 사이클에서 최저 수준으로 하락한 직접대출 스프레드는 재확대될 전망입니다. ② 세컨더리 시장에 사모대출 자산의 매각이 증가하며 우려가 증폭되는 한편, 이를 기회로 투자하는 opportunistic(기회주의적) 펀드 자금 유입은 늘어날 전망입니다. ③ 장기간 사모대출 전략에서 직접대출의 집중도가 높았으나 LP들은 다양한 분산 투자 전략으로 전환할 가능성이 높습니다.

결론적으로 리스크 수위는 높아졌으나 사모대출 시장의 급격한 후퇴 가능성은 낮습니다. 은행 규제가 지속되는 가운데 차주 맞춤형 솔루션이라는 사모대출의 유연성은 급변하는 시장에서 높은 수요 기반을 확보하고 있기 때문입니다. 이번 위기를 계기로 운용사 및 차주의 선별이 예상되고 위험 관리 기조는 강화될 전망입니다.

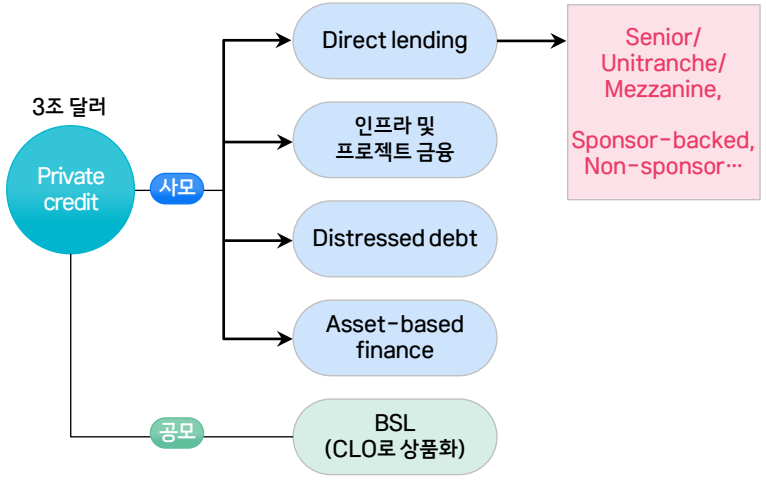
PART 01

사모대출 시장 현황

사모대출 구분

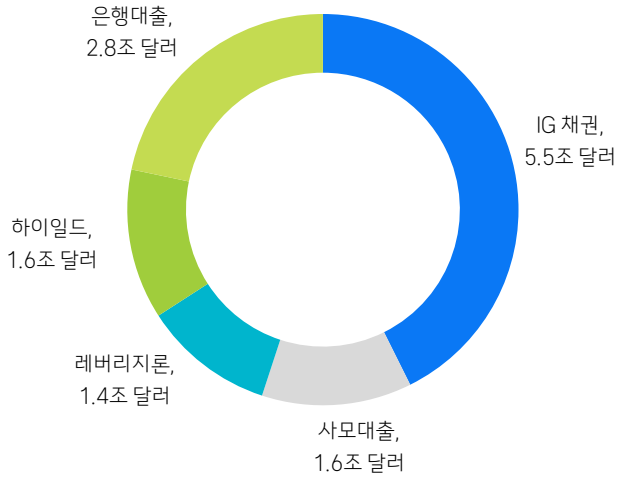
- 사모대출은 은행 규제를 기회로 성장, 차주 대상이 유사한 레버리지론(BSL)과 함께 신용등급이 낮거나 없는 기업에 제공되는 대출이며 변동금리 구조
- 직접대출은 BSL 대비 150~200bp의 금리 프리미엄, 비유동성의 수익률 프리미엄이 반영된 결과
- BSL은 은행이 주선하는 변동금리 대출, 2025년 부실화되었던 퍼스트브랜즈 대출 사례가 BSL 중 하나
  - BSL은 대형 신디케이트 대출인만큼 철저한 실사에 한계, 직접대출은 PE스폰서딜 위주로 모니터링, 이벤트 발생 시 즉각적 대응의 차이
- 사모대출은 차주와 대주간 중개자 없이 신속한 대출과 실행의 확실성, 자금 제공의 강점. 나아가 산업 전문성을 포함하며 주로 사모펀드 형태로 공급

광의의 사모신용 (Private credit)



참고: CLO-Collateralized loan obligation, 이미 발행된 레버리지론(BSL 등)을 구조화한 상품
자료: 삼성증권

미국 기업 대출규모 구분

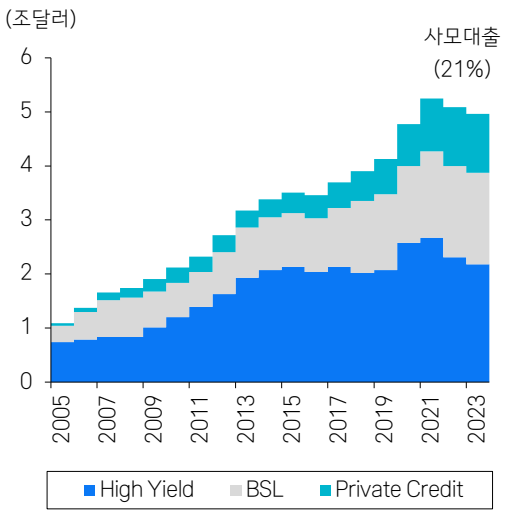


참고: 레버리지론은 기업 신용도 S&P 기준 BB+ 이하, Moody's 기준 Ba1 이하 차주에게 주로 제공되는 기업대출
자료: S&P, 삼성증권

사모대출 정의

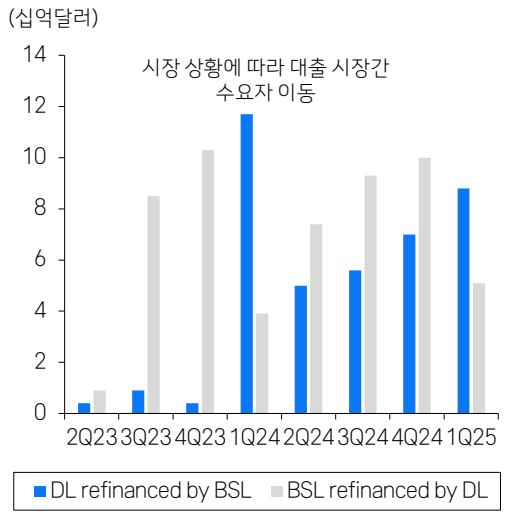
- 하이일드론, BSL(레버리지론), 펀드 형태의 사모대출은 각각 1.2~2.0조달러 규모의 시장을 형성
- 글로벌 사모대출의 75%가 미국에 집중되며 최대 시장, 사모대출의 50% 이상은 기업에 공급되는 직접대출(Direct lending)
- 투자자 – 초저금리 시기, 초과 수익을 위해 사모대출로 이동
- 차주 – 은행 중개 회피, 직접대출 강점(속도, 맞춤형, 확실성) 등으로 금리 하락기에도 직접대출을 선택하는 수요자 증가세

레버리지론과 하이일드론 시장 규모



자료: Pitchbook, 삼성증권

BSL과 직접대출간 리파이낸싱 추이



자료: Pitchbook, 삼성증권

레버리지론(BSL)과 직접대출 비교

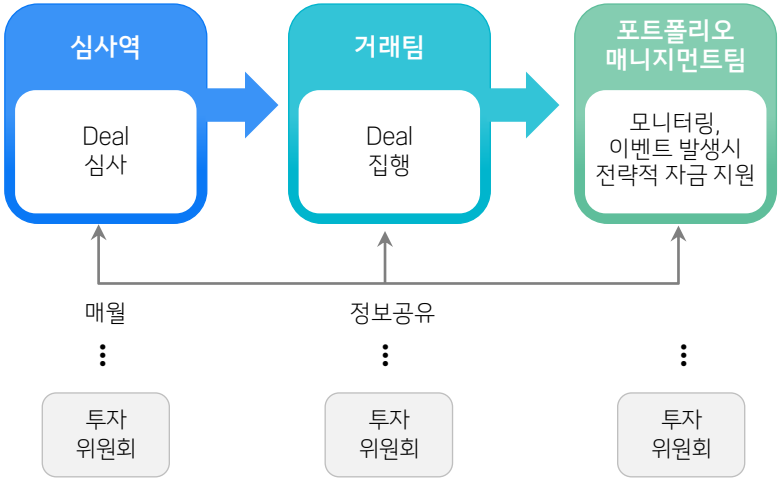
구분	BSL (레버리지론)	Direct Lending (직접대출)
구조	구조화 증권	개별 대출
투자 구조	트랜치 구조	Bilateral 또는 클럽딜
자금흐름	대출 풀→SPV→투자자	LP자금→ 펀드→ 차주
주요 차주	대형 차주	중견, 비상장 기업
유동성	중간 (2차 시장 존재)	낮음 (사모)
딜 규모	5~10억 달러	5억 달러 미만이 대부분이나 10억 달러 초과 대형 딜도 있음
투자자	기관, 은행, 펀드	연기금, 보험사, 패밀리오피스 등
특징	• 증권화, 분산화, 구조화 수익 • 레버리지론 풀을 구조화한 증권	• 직접대출, 통제력 • 운용사가 직접 대출을 만드는 전략
장점	분산효과	높은 금리 스프레드

자료: 삼성증권

① 직접대출: 기업 대출

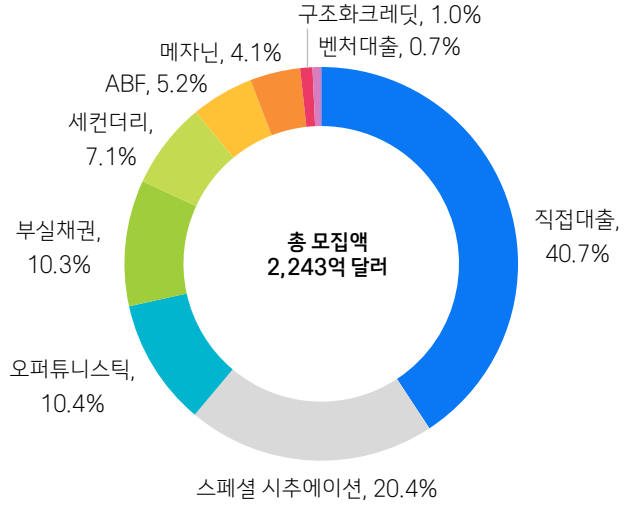
- 사모대출 운용의 변별력은 체계적인 운용 프로세스, 경쟁력 있는 딜소싱, 분산된 포트폴리오 관리 역량
- 외부 충격 시 우수한 대응력. 추가 자금 투입 여부를 결정한 뒤 초과 수익을 내는 방식
- 상위 사모대출 운용사는 스폰서딜 중심으로 대출을 집행해 리스크를 낮추고 딜 소싱 경쟁력을 강화함
- Ares의 경우 2007년 투자 개시 이후 2023년 말까지 9,900건 이상 투자 검토 수행, 연평균 3% 수준의 선별적 투자 집행
- 직접대출 쏠림 현상 심화와 수익률 저하 우려로 2025년부터 사모대출 시장은 오퍼튜니스틱, 스페셜시츄에이션, ABF(자산담보부대출) 등 전략 다각화

사모대출의 운용 flow



자료: Ares, 삼성증권

2025 사모대출 전략별 자금 모집 비중

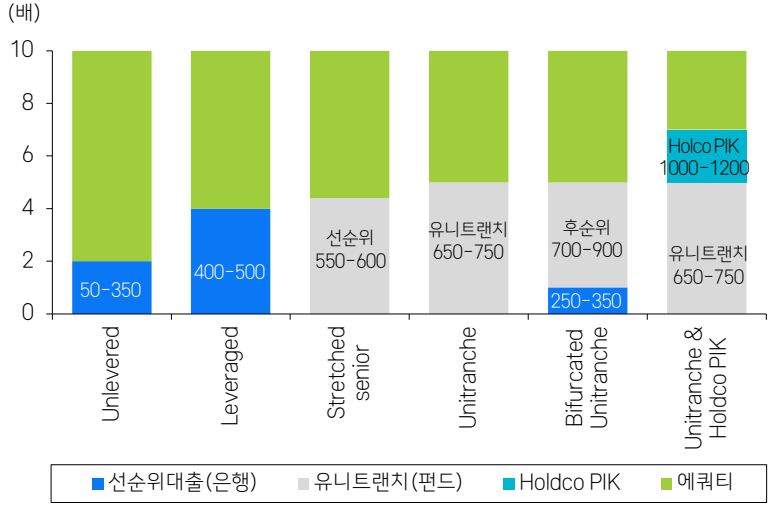


자료: Preqin, 삼성증권

① 직접대출: 기업 대출

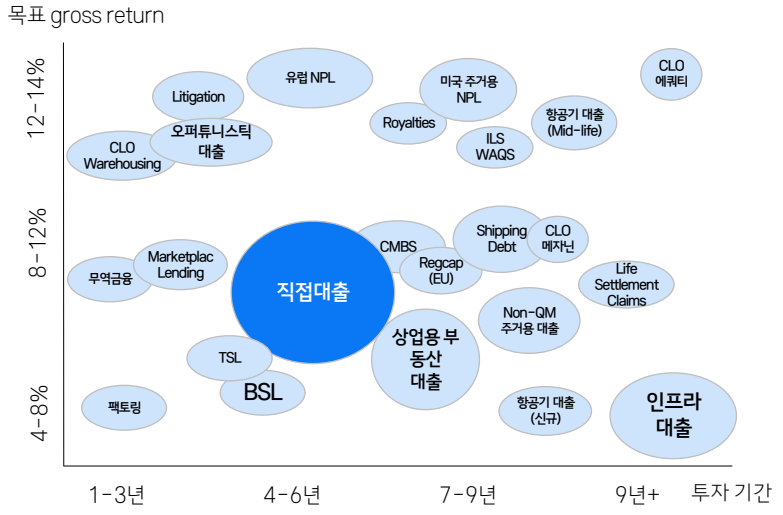
- 직접대출은 다양한 투자 구조와 솔루션 존재
- 직접대출은 타 크레딧 전략 대비 중수익-중위험 구조의 속성
- 그러나 유니트랜치 및 Holdco PIK 대출 비중이 커지며 시장 스트레스 시 먼저 부실화 될 수 있는 위험이 있음
- 특히 Holdco PIK의 부실화는 높은 밸류에이션에 매입한 딜에서 표면화될 수 있음

직접대출 거래 구조별 EV/EBITDA



참고: 수치는 스프레드(bp)
자료: Schroders

크레딧 전략에서 만기와 예상 gross return



참고: 연평균 수익률 프로젝션
자료: Schroders

② ABF: 자산담보부대출

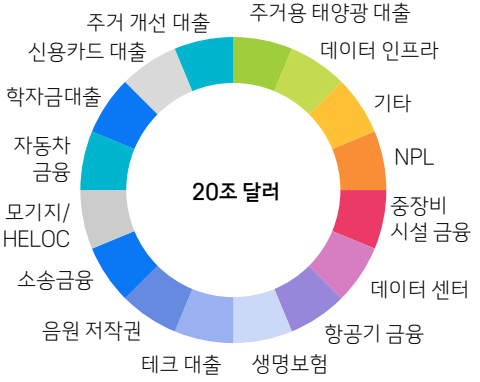
- 직접대출의 과도한 집중도로 LP들의 포트폴리오 분산 필요성 증가, 특수금융인 ABF는 타 자산군과 낮은 상관관계
- 자산담보부 대출(Asset Based Finance)은 직접대출의 대안으로 자리잡기 시작. 2024년 7,856억 달러, 2029년 1.4조 달러 전망(Preqin)
- 20조달러 규모의 전체 ABF 시장에서 사모대출 기관이 제공하는 ABF의 점유율은 3.9%에 불과해 성장 여력 보유
- 기초자산은 주택담보대출, 개인대출, 학자금 대출 등. 경기 둔화 우려로 개인의 신용 리스크가 커지고 있어, 사이클별 탄력적 차주 선택과 대응
- 2025년 블랙스톤은 ABF 플랫폼 출시, 은행과 파트너십 체결 등 크레딧 전략 다양화 시도

ABF vs 직접대출 비교

ABF (자산담보부대출)	구분	Direct Lending (직접대출)
다수의 차주로 구성된 loan pool	**차주**	미들마켓 기업
담보자산 (대출 Pool, 저작권료 등) 현금흐름	**대출 담보**	기업 EV
원리금 분할 상환	**대출 상환구조**	만기 일시상환
공모시장 대비 300~600bps	**스프레드 프리미엄**	공모시장 대비 100~250bps
주로 고정금리, 일부 변동금리 포함	**금리 (수익률) 구조**	변동금리
낮은 편	**시장 상관관계**	높은 편

참고: ABF는 차주에게 변동금리로 이자 수취, 투자자에게는 고정금리로 수익 제공
자료: 삼성증권

미국 ABF 시장 규모 및 종류



참고: 주택담보대출은 이 범주에서 제외, 소비자 신용 대출은 일반적으로 1~5년 만기, 높은 위험도(기업보다 워크아웃의 어려움)
소송금융 - 소송 당사자가 비용 감당하게 대출 제공, 대가로 합의금 일부 수취
자료: Pimco

주요 자산군별 correlation

	사모대출	직접대출	PE	레버리지론	하이일드채권	S&P 500	ABF
사모대출	-	0.71	0.68	0.48	0.42	0.67	-0.14
직접대출	0.71	-	0.38	0.61	0.67	0.48	0.23
PE	0.68	0.38	-	0.13	0.29	0.65	0.10
레버리지론	0.48	0.61	0.13	-	0.90	0.63	-0.03
하이일드채권	0.42	0.67	0.29	0.90	-	0.71	0.22
S&P 500	0.67	0.48	0.65	0.63	0.71	-	-0.03
ABF	-0.14	0.23	0.10	0.10	0.22	-0.03	-

참고: 2010~2023년까지의 수익률 correlation; 23년 말 기준
자료: Cliffwater, ICE Data Indices, Morningstar, Preqin

③ 인프라 대출: AI 데이터센터

- 인프라 사모대출의 주요 대상은 AI데이터센터. 사모대출은 펀드 구조로 개발부터 완공까지 다양하게 자금 조달
- 데이터센터 개발자금은 주로 은행의 PF대출, 임대수입을 담보로 한 구조화금융/유동화증권(CMBS), 사모대출로 조달
- 현금흐름이 안정적이고 장기 계약이 확보된 발행사는 IG(Investment grade)등급과 유사한 조달금리로 대출 구조화 . 만기가 길고 금리 매력
- 데이터센터의 PF, ABS 채권(IG등급)은 빅테크의 회사채 대비 금리 스프레드가 138~145bp 높음. 회사채<ABS<사모대출 순으로 높은 금리 형성
- 데이터센터의 구조적 리스크인 낮은 수요 예측 가능성, 빠른 기술 노후화가 반영된 결과

데이터센터 대출 비교

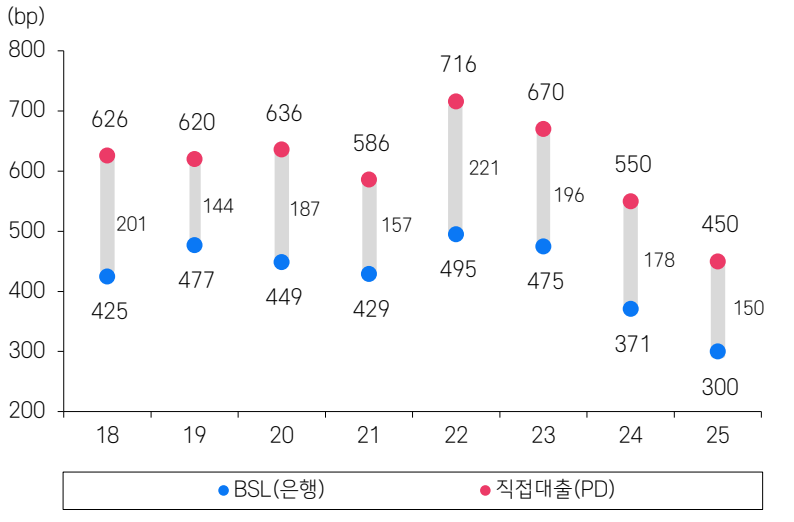
구분	회사채	PF	ABS	사모대출
차주	기업	프로젝트 SPV	프로젝트 SPV (2018년 최초 발행)	법인 혹은 Holdco
상환 재원	기업 현금흐름	프로젝트	특정 자산/계약 임대료를 담보로 한 채권	회사, 자산 혼합
소구	전면 소구	제한적/무소구	무소구	제한적
담보	없음/약함	토지, 건물, 계약	완공돼 안정화된 자산, 계약 임차인의 신용등급과 임대료 안정성이 중시됨	담보 다양
대출 단계	운영 안정 이후	개발 (자산 완공시 ABS로 전환하며 엑시트)	운영 안정 이후	개발부터 운영까지 다양
금리 수준	최저	중간	PF보다 낮음 우량 데이터센터의 선순위 트랜치는 대체로 상위등급으로 평가	최고
시장	공모	은행 중심	구조화 시장	사모
장점	신용등급 기반 저금리	부외금융으로 B/S 부담 완화	자산기반 증권화로 분산효과 2년간 스프레드는 50bp 내외 축소	맞춤형 대출로 빠른 실행
단점	기업 B/S부담	PF리스크 반영	복잡한 구조화	금리와 covenant 유연성 낮음

자료: 삼성증권

수익률: 스프레드 축소 압력

- 사모대출 대출 금리는 이번 사이클의 최저 스프레드까지 하락. 2024년 하반기부터 시장금리 하락과 BSL과의 경쟁 영향
- BSL 대비 스프레드는 2022년 200bp 이상에서 2025년 150bp 내외로 하락한 것으로 파악, 주로 Upper middle market에서 스프레드 축소 심화
- 스프레드는 S+450~475bp에서 바닥을 확인하는 추세, 2025년부터 지속된 다수 이벤트로 스프레드 축소 추세는 멈춤
- 2026년 들어 스프레드 상승 뚜렷, 직접대출은 향후에도 BSL 대비 150bp의 프리미엄을 제공할 것으로 예상

직접대출과 BSL 스프레드 비교(SOFR 대비)



참고: 직접대출은 선순위, unitranche대출, BSL은 B- 신용등급 차주에게 제공된 대출 기준
자료: LSEG

펀드 연차와 빈티지별 사모대출 펀드의 DPI- 2024년 수익률 축소

빈티지	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9
2006-2014	0.03x	0.09x	0.16x	0.32x	0.49x	0.72x	0.89x	1.01x	1.10x
2015	0.10x	0.14x	0.27x	0.32x	0.47x	0.58x	0.69x	0.81x	0.88x
2016	0.06x	0.15x	0.36x	0.44x	0.55x	0.66x	0.77x	0.85x	0.90x
2017	0.08x	0.15x	0.22x	0.29x	0.46x	0.60x	**0.70x**	0.82x	
2018	0.07x	0.14x	0.24x	0.35x	0.47x	**0.57x**	0.72x		
2019	0.09x	0.22x	0.28x	0.34x	**0,49x**	0.58x			
2020	0.09x	0.14x	0.25x	**0.31x**	0.41x				
2021	0.14x	0.17x	**0.23x**	0.32x					
2022	0.18x	**0.21x**	0.26x						

자료: Pitchbook, 삼성증권

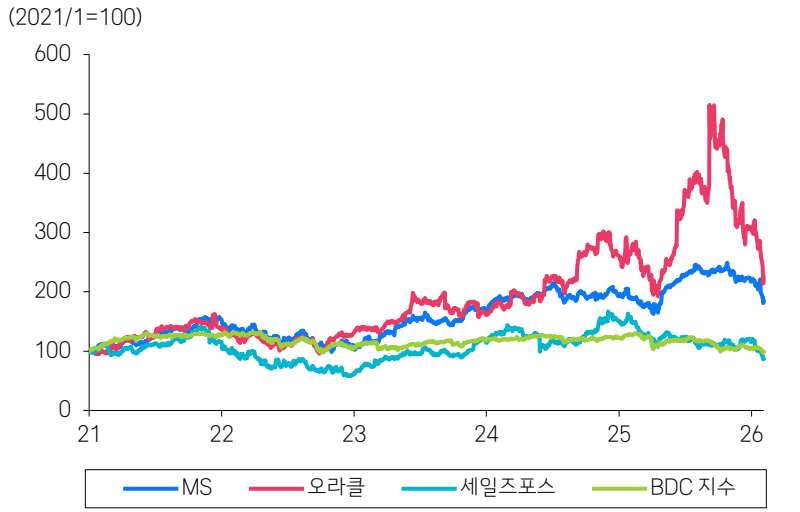
PART 02

리스크 점검

1) AI Disruption: 소프트웨어

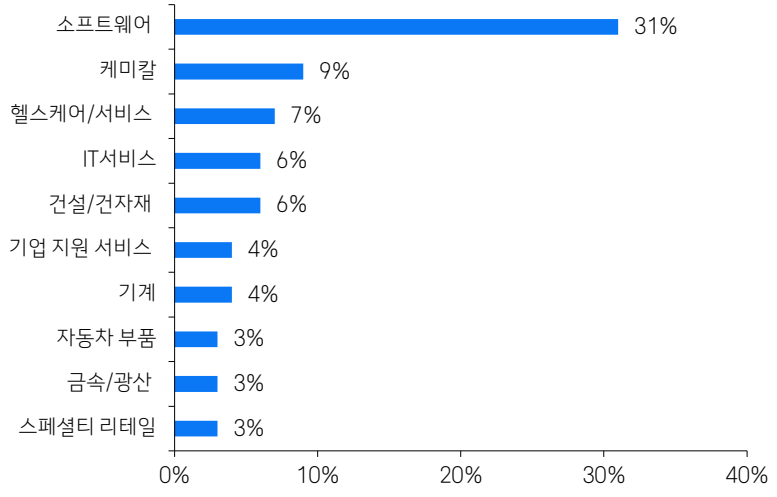
- AI 위협으로 소프트웨어 회사 주가 급락, 원격 근무 및 교육이 수요를 가속화하며 팬데믹 기간을 전후로 소프트웨어 기업 투자 급증
- 1월 Top 10 부실채권 비율에서 소프트웨어는 31%로 급증, 소프트웨어 전체 대출에서 부실 채권 비율은 13%지만 단위당 규모가 큰 영향
- 3월, JP모건은 사모대출 운용사들이 보유한 포트폴리오 내 소프트웨어 기업 대출건의 평가액을 mark-down(하향 조정)
  → 대출 담보 가치 하락으로 차입 한도 축소. 그러나 운용사들에게 추가 담보를 요구하지는 않았음
- 소프트웨어 기업의 대출 평가액 하향이 연쇄적으로 발생할 경우 시장 위험 요인

주요 소프트웨어 기업과 BDC 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

Top 10 부실채권 섹터별 비율(액면가의 80% 미만 거래)

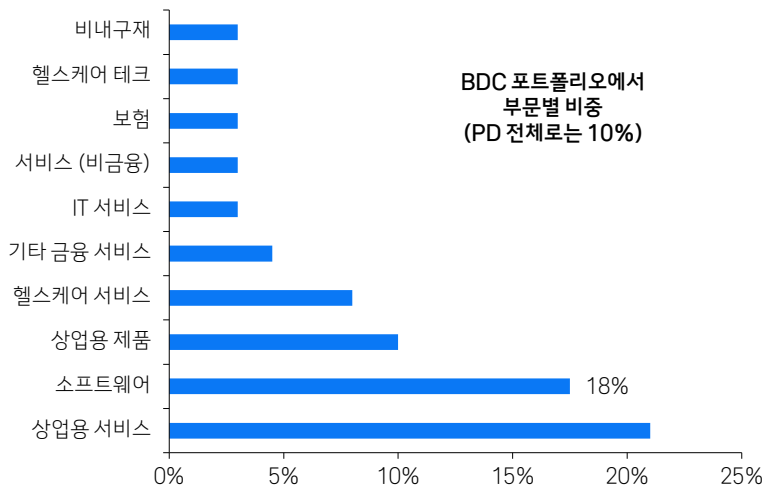


참고: 2026년 1월 31일 기준, GICS III 섹터 기준, Morningstar LSTA 유동성 있는 시장 기준
자료: S&P Global, LCD, Morningstar

1) AI Disruption: 소프트웨어

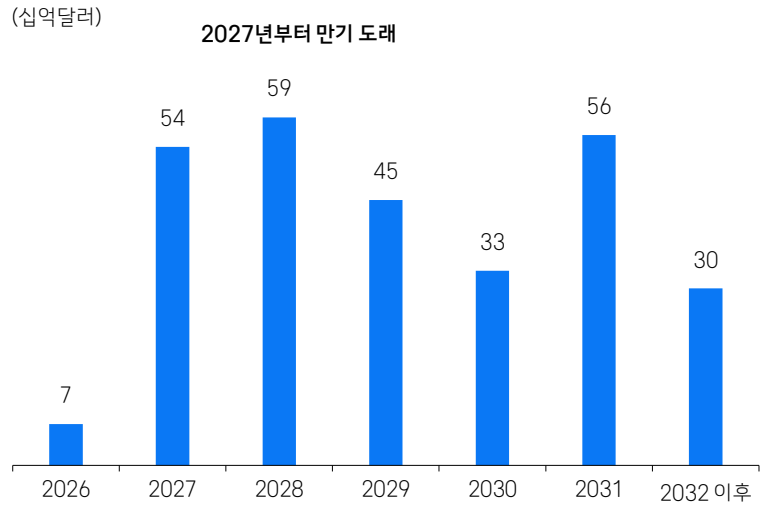
- 타 전략 대비 사모대출 내 소프트웨어 투자 비중이 높음. 직접대출 투자기구인 BDC의 소프트웨어 기업 익스포저는 20% 내외
  - 단, 소프트웨어 기업의 자기자본 비율은 70% 이상, 차주인 소프트웨어 기업의 평균 EBITDA는 3.5억 달러 수준
- PE는 노출 비중이 사모대출 대비 낮은 상황. Apollo의 경우 PE 포트폴리오 내 소프트웨어 노출도는 2% 미만, Ares는 6% 미만이라고 언급
- 소프트웨어 기업에 제공된 대출의 만기 도래는 2027~2029년이 정점이라는 점에서 사모대출 업계는 2026년, PE 스폰서와 적극적인 구조조정 및 포트폴리오 재편에 나설 전망

BDC의 포트폴리오 섹터별 비중



참고: '25년 6월 말 기준
자료: Bloomberg, Moody's

소프트웨어대출 만기 추이



참고: 레버리지론 대상
자료: S&P Global, 삼성증권

1) AI Disruption: 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
- 소프트웨어 업계는 차입금 관리, 부실기업 매각이 활발해졌으며 구조조정 가속화. 대주는 PE 스폰서와 함께 적극적으로 운영 구조 개선에 나서야 함
- 리스크는 2020~2022년 빈티지. 당시 소프트웨어 기업의 인수가는 PSR 15~20배에 달했으며 차입 레버리지도 6~7배에 달했다는 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

1) AI Disruption: 소프트웨어, 고가 매입 리스크

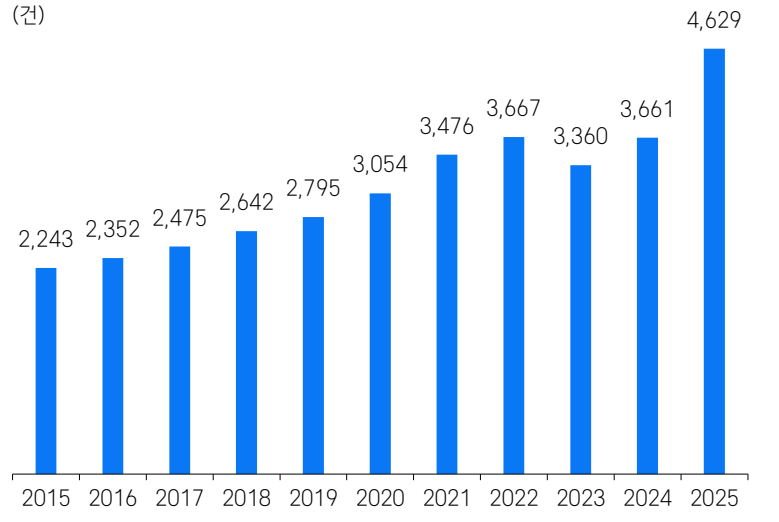
- 리스크의 핵심은 소프트웨어 기업 투자가 2020~2022년 초저금리 시기 고가에 이뤄졌다는 점
- 최근 소프트웨어 기업 'Medallia' 사례: PE 토마 브라보는 채권단과 함께 64억 달러에 인수한 메달리아를 부실 투자 대상으로 간주한다는 입장을 밝힘
- 2025년 말까지 채권단은 PIK를 허용하고 대출 잔액은 28억 달러로 급증
- 블랙스톤은 15억 달러의 부채를 보유해 최대 규모의 지분, 구조조정 논의 주도. 현재 메달리아의 대출채권이 세컨더리 시장에서 매각되고 있음
  - 블랙스톤은 다양한 비클을 통해 메달리아의 익스포저 보유, 그러나 BDC 영향은 제한적. BCRED의 NAV 1% 미만, 아폴로 BDC는 0.11%으로 보도
- 대주마다 메달리아의 대출 공정가치 평가에 격차가 크다는 점이 리스크, 그간 소프트웨어 기업의 주요 매각 경로였던 M&A 감소도 리스크

메달리아의 대출 공정가치 평가액- 운용사별 차이

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	26/02
블랙스톤	95	95	94	89	87	82	78	69
아폴로	100	100	87	87	87	77	73	N/A
FS KKR	100	100	98	95	91	91	79	N/A
Monroe	100	99	99	98	89	84	N/A	N/A
Onex	100	99	96	96	92	81	N/A	N/A
HPS	98	99	94	91	89	85	78	69
Antares	N/A	N/A	98	98	97	88	83	N/A

참고: 분기별 공시 의무가 있는 BDC와 같은 펀드에 지분을 보유한 일부 대출 기관 포함, 블랙스톤과 HPS는 추가로 매월 공시
자료: SEC, Bloomberg, 삼성증권

소프트웨어 산업 M&A 딜 건수



자료: SEG, 삼성증권

2) 유동성 불일치: 준유동성(Semi-liquid) 펀드

- 비상장 BDC인 블루아울의 OBDC II, 블랙스톤의 BCRED, 블랙록/HPS의 HLEND 등의 연이은 환매 러시로 시장 불안 가중
- BSL과의 경쟁으로 수익률 저하, 관세정책 및 고금리 후유증으로 투자심리가 취약해진 가운데 소프트웨어 기업 우려가 환매를 촉진
- 블랙스톤의 BCRED는 환매 요청이 NAV의 7.9%까지 증가해 한도인 5%를 초과했으나 회사 및 임직원이 추가로 자금을 납입하고 환매 요청 전량 수용, 운용사별 상이한 대응 방식. 이는 2022년 비상장 리츠인 BREIT 환매 급증 당시, 환매 제한의 후유증이 컸다는 경험이 작용한 것으로 해석됨
- 당시 BREIT의 게이트는 15개월간 지속. 이번 비상장BDC의 환매 압력도 약 1.5년 내외 지속될 가능성, 그러나 부동산 대비 사모대출의 유동성 확보는 상대적으로 용이. 부동산은 매각 외에는 유동성 확보 방식이 제한적이기 때문

환매 증가를 겪은 비상장 BDC 요약

펀드	BCRED	HLEND	OBDC II, OCIC	North Haven PIF
운용사	블랙스톤	블랙록/HPS	블루아울	모건스탠리
AUM	820억 달러	260억 달러	250억 달러 내외	80억 달러
NAV	480억 달러	130억 달러	180억 달러 내외	34억 달러 내외
최근 환매 요청 규모	37억 달러 (NAV의 8%)	12억 달러 (NAV의 9%)	18억 달러 (NAV의 15%)	4억 달러 (NAV의 11%)
환매 대응	Cap 7%로 일시 상향 4억 달러의 스폰서 자본 투입	5%만 지급 (6.2억 달러)	일부 환매 중단, 자산 매각으로 환원	5%만 지급 (1.7억 달러)
운용사 규모	초대형	초대형	중형	소형
기관투자자 비중	상	하	중	하
유동성 버퍼	상	중	하	하
차주 규모	EBTDA 평균 2.6억 달러 (대형 차주 중심)	Mid-upper market (중대)	Mid market (중소)	Mid market (중소)

참고: 3월 말 기준 현황
자료: 각사, 삼성증권

2022년 블랙스톤 'BREIT' 환매 사태 복기

시기	내용
2022년 11월	블랙스톤, 비상장 리츠인 'BREIT'의 투자자 환매 요청이 분기한도인 NAV의 5%를 초과하자 환매 제한 (게이트) 결정
2023년 1월	고금리 및 상업용 부동산 부실화로 환매 요청은 역대 최고치인 53억 달러 기록 BREIT는 월 2%, 분기 5% 한도를 적용하며 환매 요청 건의 40~67%만 충족 15개월간 게이트 유지
2024년 2월	환매 요청 금액은 9.6억 달러로 2023년 정점 대비 82% 감소 100% 환매 요청 충족
2025년 하반기	순유입 전환

자료: 블랙스톤, 삼성증권

2) 유동성 불일치: 준유동성 펀드

- 환매사태 기폭제가 된 블루아울 사례는 2024년부터 수익률 저하와 환매 압력이 누적된 결과
- AI Disruption은 이를 촉진시켰을 뿐 취약점이 있던 펀드부터 환매 압력 상승
- 2025년 OBDC와 OBDC II의 합병 추진 실패, 이후 OBDC II는 대규모 환매 요청에 시달림
- Cliffwater Corporate Lending Fund에 NAV의 14%(직전분기 5.3%)의 환매 요청 – 최근 환매 사태 중 최대 규모, 인터벌 펀드로 환매 요청 시 분기마다 NAV의 5%까지 의무 환매해야
- 이들 중심으로 세컨더리 시장에 대출자산 매각 증가할 전망

블루아울 환매 사태 정리

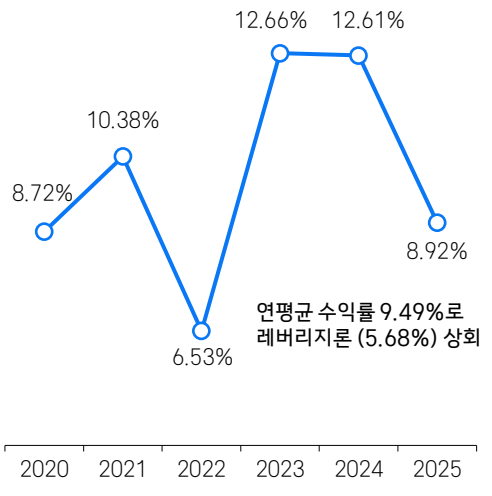
	상황	특징
2025년 초~ 3분기	환매 증가 시작	2025년 3분기까지 환매 1.5억달러 발생, 전년 대비 20% 증가
2025년 11월	OBDC II-OBDC 간 합병 발표	비상장 BDC인 OBDC II와 상장 BDC간 합병을 추진해 왔으며 공식 발표 환매 증가로 OBDC II (비상장 펀드)투자자에게 유동성 제공을 위함
2025년 11월 중순	OBDC II-OBDC 간 합병 철회	두개 펀드 투자자의 반발로 합병 무산, 합병 완료까지 환매 중단 리스크—사모대출 시장 불안 확대의 계기
2025년 말	환매 압력 급증	환매액은 이전의 2배인 6천만 달러(NAV의 6%)로 증가
2026년 2월	환매 구조 변경 (자산매각)	OBDC II, 분기환매를 중단하는 대신 capital return 방식 채택 OBDC II의 6억 달러 매각 등 3개 펀드에서 14억 달러의 자산 매각 매수자는 북미 연기금 및 보험사, 99.7%의 NAV에 매각 대출 자산 매각으로 투자자에게 순차적 현금 반환
2026년 현재	대규모 자본 반환	NAV의 30%인 2.7억 달러를 투자자에게 반환 완료 기존 환매 구조 대비 6배 규모에 달함, 자산매각을 통한 단계적 청산

자료: 각사, 삼성증권

Cliffwater Corporate Lending Fund (CCLFX)

구조	인터벌 펀드
AUM	400억 달러 ('25년 3분기 말 기준)
NAV	325억 달러 ('26년 1월 말 기준)
분배율	9.5% (투자수익 외 자본환원도 포함)
분배주기	분기별
선순위 담보대출 비중	97%
평균 LTV	41%
차주 규모	EBITDA 평균 1.05억 달러 (중소)

CCLFX 펀드 설정 이후 수익률

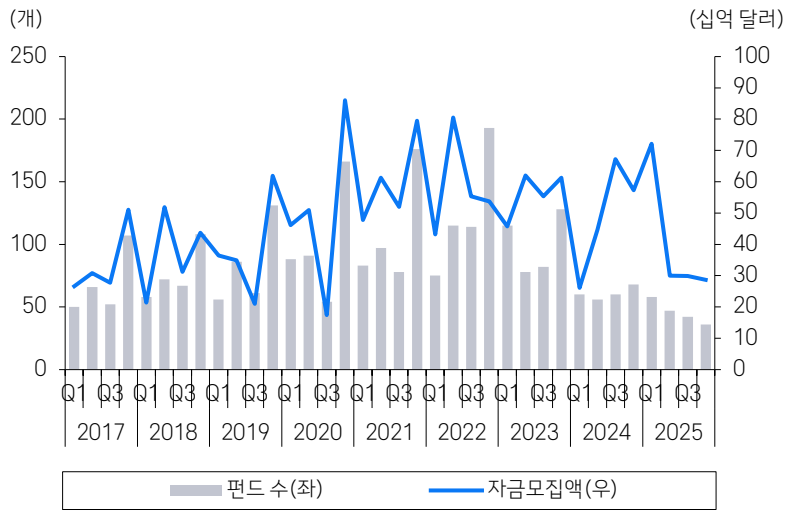


참고: 2019년 펀드 설정
자료: Cliffwater

2) 유동성 불일치: 준유동성 펀드

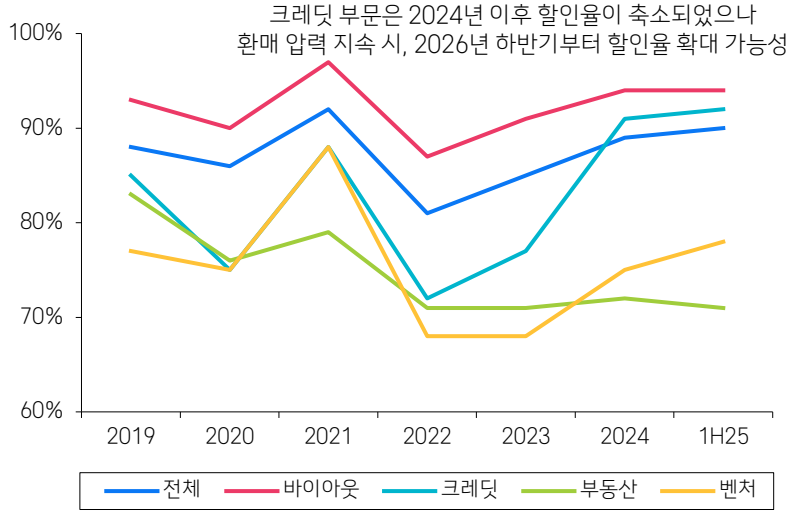
- 리테일 투자자로 인한 환매 압력에 시달릴 경우 세컨더리 시장 내 대출 자산 매각이 늘어나고 NAV 할인율이 확대될 수 있음
- 장기화 시 사모대출 시장은 장기 침체로 갈 가능성
- 매각 대상 채권에는 사모펀드 유니트랜치 클럽딜이 다수 포함, 이 중 상당수는 소프트웨어 기업으로 파악됨
- 2025년부터 사모대출 펀드에 자금 모집이 감소하기 시작한데다, 환매 압력으로 유동성 버퍼가 줄어들고 있음은 수익률 하락 압력 요인
- 반면 이를 기회로 세컨더리 시장에서 기회를 엿보는 펀드도 있음이 특징

글로벌 사모대출 펀드 자금모집액- 둔화



자료: Preqin, 삼성증권

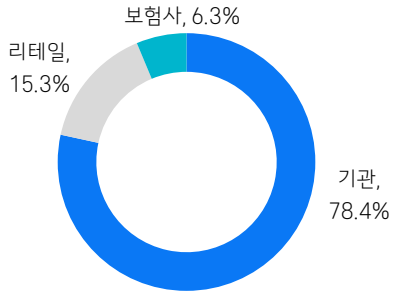
세컨더리 펀드에서 NAV 수준



자료: Pitchbook

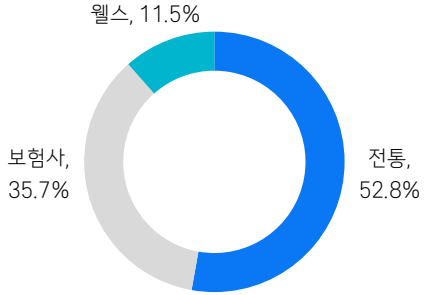
2) 유동성 불일치: 준유동성 펀드

사모대출 채널별 투자 비중



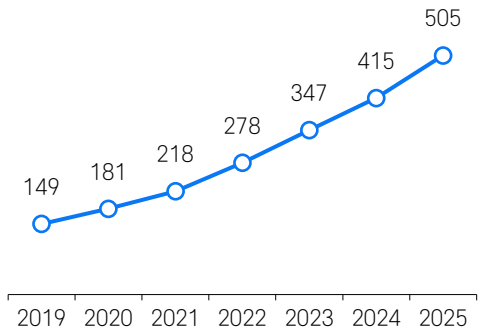
참고: 기관은 2024년, 리테일/보험사는 2025년 6월 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

7대 운용사 기준, 채널별 사모자본 유입 비중



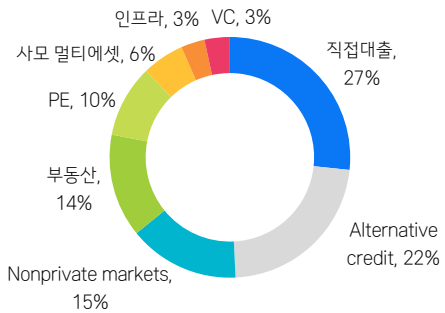
참고: 2025년 6월 말 기준
자료: Pitchbook

미국 내 에버그린펀드 개수



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

전략별 에버그린 펀드 비중(2025년 AUM)



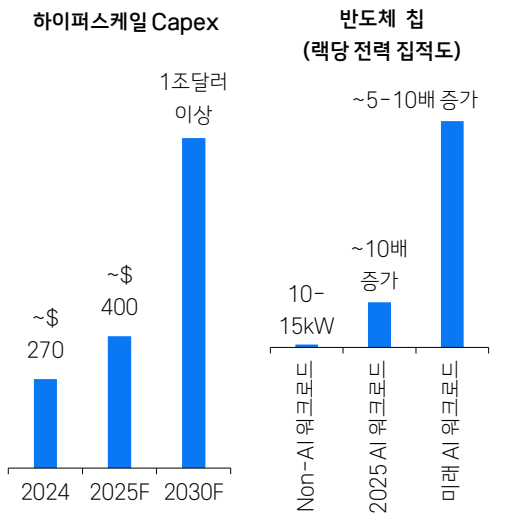
참고: Alternative credit- 직접대출을 제외한 광범위한 사모
자료: Morningstar

- 사모대출의 채널별 투자 비중에서 리테일이 15.3%로 급속히 증가, 보험사도 단일 주체로는 높은 수준
- 인터벌/에버그린 펀드 유형은 유동성 낮은 자산에 투자하면서도 환매 기능을 제공하며 유동성 불일치 야기
- 2025년 주요 운용사들의 경우 고액 자산가 채널에서 자금 조달의 25%를 유치하는 것을 목표로 내세움
  예) 블루아울- 2분기까지 유입액 361억 달러 중 45%가 고액자산가 채널
- 2025년, 미국 사모대체 시장에는 사상 최대 규모의 에버그린 펀드 출시, 500여 개에 이르며 NAV 규모는 5천억달러, 검증되지 않은 상품도 존재할 가능성
- 에버그린 펀드의 전략별 비중은 직접대출이 27%로 최대, 리테일 투자자는 일드형 상품에 선호도가 높다는 점이 반영됨

3) 인프라 사모대출: AI 데이터센터

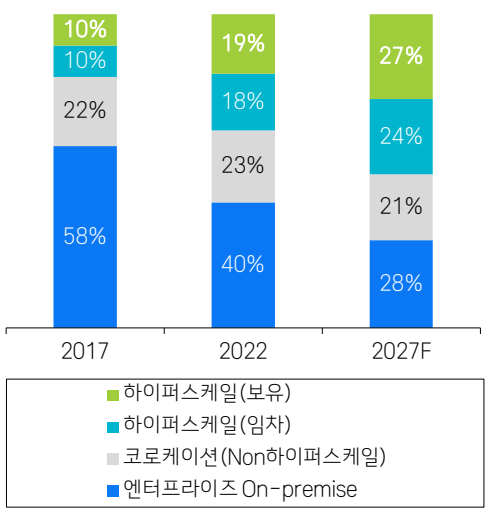
- 지난 3년간 사모대출 시장 내 뚜렷한 고성장을 했던 하위 시장은 인프라 사모대출(Infrastructure debt fund, IDF), AI데이터센터 영향
- 글로벌 하이퍼스케일러는 데이터센터 투자금을 자체 자금으로 충당해왔으나 회사채 및 사모대출 활용도 증가
- AI 산업 영향으로 데이터센터의 규모가 커지고 사양이 고도화된 데다, 직접 보유 비중이 증가 영향. 투자 규모 확대로 부채 의존도 상승
- 지난 5년간 상위 6개 빅테크가 거래한 4,500억 달러의 데이터센터딜 중 3천억 달러가 부채로 조달, 이 중 2천억달러는 PF 부채
- 빅테크가 2025년 9월 이후 4개월간 발행한 회사채는 2025년 미국 회사채 발행 총량의 ¼ 이상

하이퍼스케일, 더 많은 투자를 필요로 함



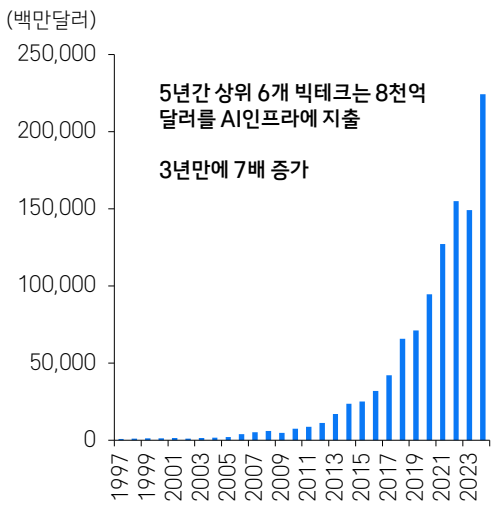
자료: Nvidia

글로벌 데이터센터 유형별 용량 구분



자료: Synergy group, 삼성증권

빅테크CAPEX



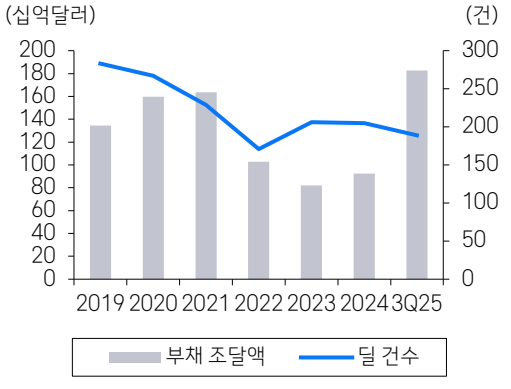
참고: 6개 빅테크 기업 대상
자료: Bloomberg, 삼성증권

3) 인프라 사모대출: AI 데이터센터

데이터센터 자금 조달 구조

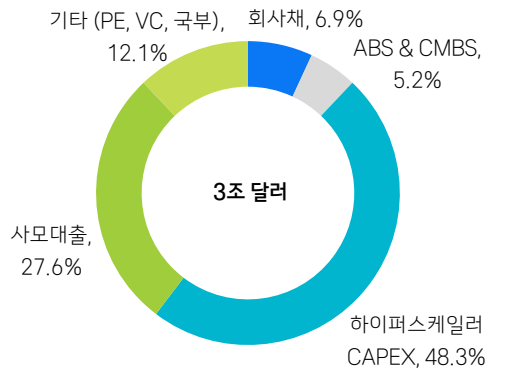
자금조달 구조	설명	인수 고려사항	계약 기간
Construction loan	건설 비용 및 초기 운영 자금 조달을 목적으로 한 프로젝트별 부채	- 차주의 신용도 - 디벨로퍼의 트랙레코드 - 완공 보증 등 리스크 완화 장치	3~5년
리츠	정상 운영 상태에 있는 안정화된 데이터센터의 임대차 거래	- 임대 계약은 임대료 인상 포함 - 임차인의 신용도 - 계약 갱신 가능성	5~20년
Warehouse/ Holdco financing	프로젝트 포트폴리오 또는 데이터센터 캠퍼스를 지원하는 대규모 대출	- 프로젝트에 대한 모회사 지분을 담보로 한 담보부 금융 - 완공 보증, 계약 변경 등 리스크 완화 장치	5~15년
Securitized credit issuance	개발 자금 조달을 위한 장기 ABS 또는 CMBS	- 담보 기반 - 임대료(현금흐름)을 기반으로 함	5년

북미 데이터센터 부채 발행액



자료: S&P Global market intelligence

2025년 기준 데이터센터 자금 조달 구성



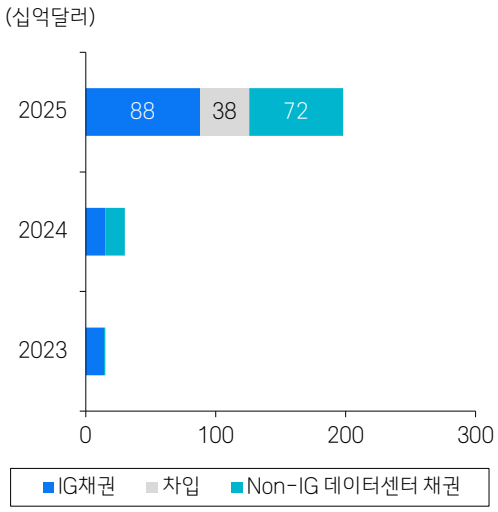
자료: S&P Global, 삼성증권

- 북미 데이터센터의 자금 조달은 그간 빅테크의 직접 capex가 대부분이었으나 2025년, 48%로 축소
- 사모대출 의존도는 28%로 단기 급상승

3) 인프라 사모대출: AI 데이터센터

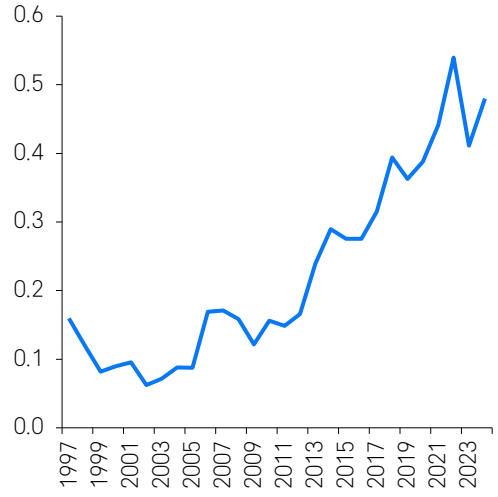
- 차주이자 임차인인 빅테크의 재무부담은 가중되고 있음이 인프라 사모대출이 고려할 변수, 빅테크의 Capex/영업현금흐름 배수는 1배 근접
- 빅테크 신용도는 AAA~AA-에 분포해 회사채 금리가 낮음, MS의 경우 AAA등급, 3년물 회사채 금리는 동일 만기 미국채보다 10bp 낮게 형성되기도
- 막대한 투자규모로 SPV를 활용한 부외금융 의존도 상승, 매출 성장에도 투자 부담으로 빅테크의 배당 여력이 축소되고 재무 비율을 관리하기 위함
- 부외금융인 사모대출 활용도가 증가하며 리스크는 크레딧 시장으로 이전

빅테크의 차입 구조



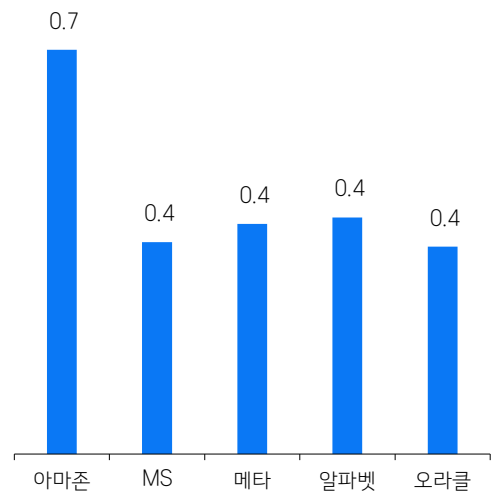
자료: iCapital

빅테크 기업의 capex/영업현금흐름 배수



자료: Bloomberg, 삼성증권

빅테크 기업의 capex/영업현금흐름 배수

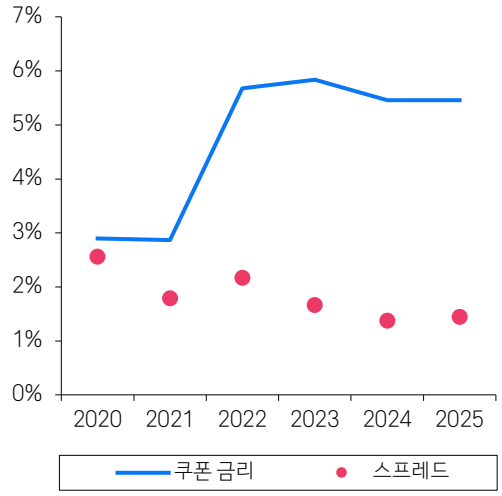


참고: 2024년 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

3) 인프라 사모대출: AI 데이터센터

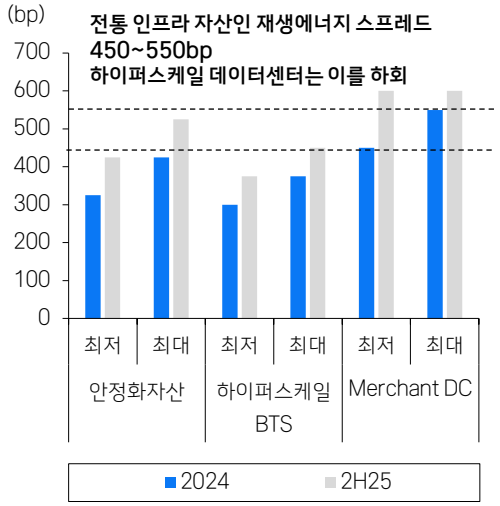
- 미국 데이터센터의 사모대출 스프레드는 2025년 상반기까지 AI 기대감으로 비정상적 축소를 겪음
- 안정화된 완공 데이터센터, 2023년 SOFR 대비 450~550bp 대출금리 에서 2024년 324~425bp로 축소, 2025년 상반기까지 축소가 이어짐
- 2025년 하반기부터 과잉 투자 우려, 전력 및 수요 불확실성이 제기되면서 스프레드가 재확대. 반면 은행 PF 및 ABS 금리는 큰 변화가 없음
- 전반적인 자금 시장 경색이 아닌 선별적으로 자금 이동을 시사, 차주의 재무구조와 자산의 특성이 고려되기 시작함

데이터센터ABS 발행금리



자료: LSEG, 삼성증권

데이터센터 사모대출 금리 SOFR 대비 스프레드



자료: S&P Global, 삼성증권

데이터센터 사모대출에 있어 고려 요소

고려 요소	선호되는 유형	근거
차주 (임차인) 신용	우량 하이퍼스케일러 딜	장기 현금흐름 가시성에 기반, 높은 재계약 가능성
임차인 집중도	분산 필요	개발 프로젝트는 단일 임차인 의존도가 높아 리스크
자산 유형	완공 후 안정화 자산	건설 단계의 불확실성 제거
기술 노후화	설비를 임차인이 부담하는 구조	빠른 기술 혁신으로 설비 노후화를 임차인에게 전가

자료: 삼성증권

3) 인프라 사모대출: AI 데이터센터

- 2025년 10월 발생한 블루아울의 오라클 데이터센터 대출 투자 철회 사건은 데이터센터 시장에서 대출 스프레드 재확대의 트리거가 됨
- 오라클의 신용 리스크라기보다, 빅테크의 재무 부담이 커지며 사모대출의 요구 수익률이 높아졌기 때문
  - 그러나 오라클은 블루아울의 수익률 상향 요구를 받아들이지 않으며 협상 결렬
- 1) AI 수요는 유지되나 capex의 효용성에 의문 제기. 추론용 AI의 수익화 시점에 대한 우려
- 2) 전력 및 전력망 비용 문제 부각. 미국 내 전력 부족이 심각해지며 임시 전력으로 착공했으나 상시 전력 전환이 어려워지는 사례 발생
- 3) 사모대출 시장 내 내부적으로 리스크 관리 기조 강화. 2025년 빈티지는 충분히 공격적이라는 인식, 실제 인프라 사모대출 딜 거래 급감

오라클-블루아울 미시간 데이터센터를 둘러싼 이벤트

날짜	주요 내용
이전	블루아울은 오라클의 대형 데이터센터 프로젝트에서 핵심 역할 제공해옴 - 텍사스 애빌린 150억달러 규모 부지 확보 - 뉴멕시코 180억달러 캠퍼스 프로젝트 건설 자금
2025.10	오라클, OpenAI, Related Digital이 미시간주 세일린타운십에 1GW급 AI 데이터센터를 건설할 계획이라고 공식 발표 Stargate 프로젝트의 일환으로 2026년 초 착공 예정이라고 밝힘 주지사는 해당 프로젝트가 주 역사상 최대 규모 프로젝트라고 지지 성명
2025.11	세일린타운십에서 주민, 지자체와 개발사 Related Digital 사이 갈등 발생 데이터센터 용도 변경 신청을 현지 당국이 거부하며 소송, 이후 합의
2025.12	리스크를 고려한 수익률 상향을 요구했으나 합의에 이르지 못함 자금협상 결렬 발표, 블루아울은 투자 철회

자료: 언론 기사, 삼성증권

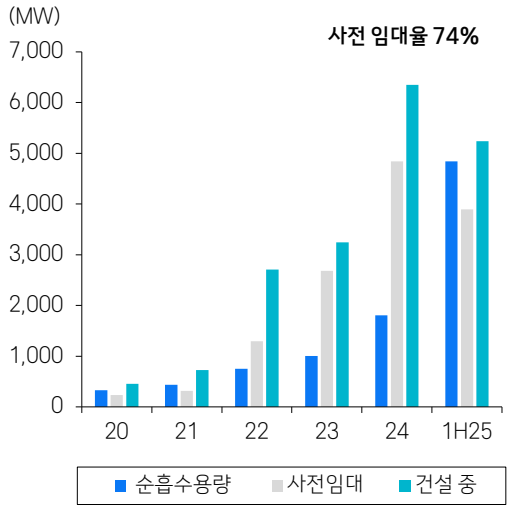
오라클 CDS 프리미엄

자료: Bloomberg, 삼성증권

3) 인프라 사모대출: AI 데이터센터

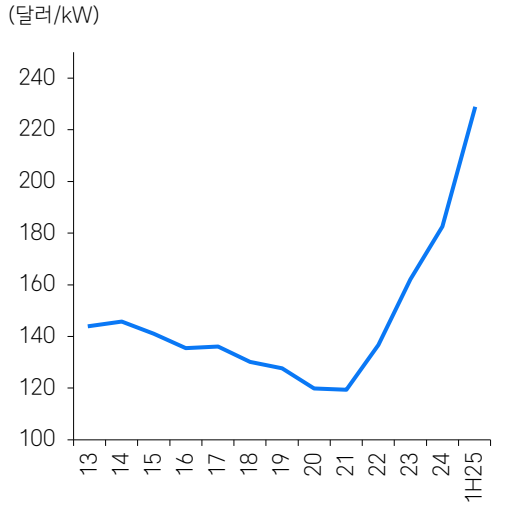
- 데이터센터 대출 중 사모대출에 리스크 관리 기조가 강화된 이유는 부외금융의 특성 외에도 급격히 팽창한 시장 규모 때문
- 빅테크의 장기 계약을 담보로 이뤄지는데, 높은 사모대출 금리를 커버한 만큼 수익성을 AI데이터센터가 확보할 수 있는지로 관심 전환
- 추론용 데이터센터의 수익화가 지연되고 있어 AI내러티브 의존보다 전력/계약/입지를 객관적으로 평가하기 시작
- 데이터센터의 펀더멘털(임대율, 임대료 등)은 우량하나 고가(낮은 cap rate) 부담, 기술의 진보로 데이터센터의 노후화를 예측할 수 없음은 리스크
- 2026년은 2023~2024년 조성된 초기 AI데이터센터의 리파이낸싱이 시작되는 해. 리파이낸싱을 거치며 대출별 변별 예상

미국 데이터센터 건설 중 자산



자료: CBRE

미국 데이터센터 월간 실질 임대료



자료: CBRE

부동산 자산별 Cap rate

(%)	섹터	Implied cap rate	5년 평균 cap rate	사모시장 cap rate
전통	아파트	5.40	5.12	5.19
	산업용	5.56	4.13	4.57
	오피스	7.52	6.94	6.98
	리테일	6.28	6.87	7.05
	호텔	7.10	6.61	5.85
	소계	5.67	5.28	5.43
신성장	생명과학	7.61	5.40	5.50
	헬스케어	4.93	5.59	6.69
	단독주택	5.51	4.79	4.74
	제조주택	5.04	4.79	5.05
	통신탑	5.21	4.37	4.59
	데이터센터	**4.23**	**4.71**	**5.48**
	셀프스토리지	5.50	6.13	5.28
	소계	5.12	4.75	5.44
	총계	5.67	6.18	5.74

참고: 2025년 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

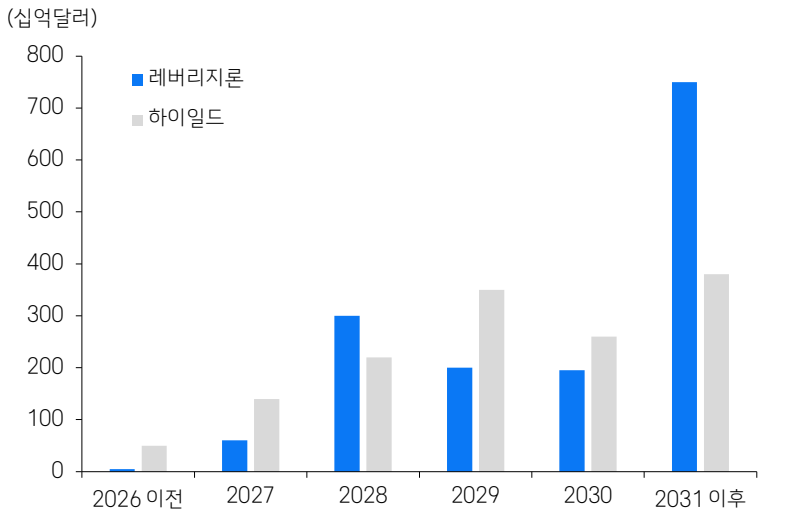
PART
03

변별의 시기

만기: 2027~2029년 집중

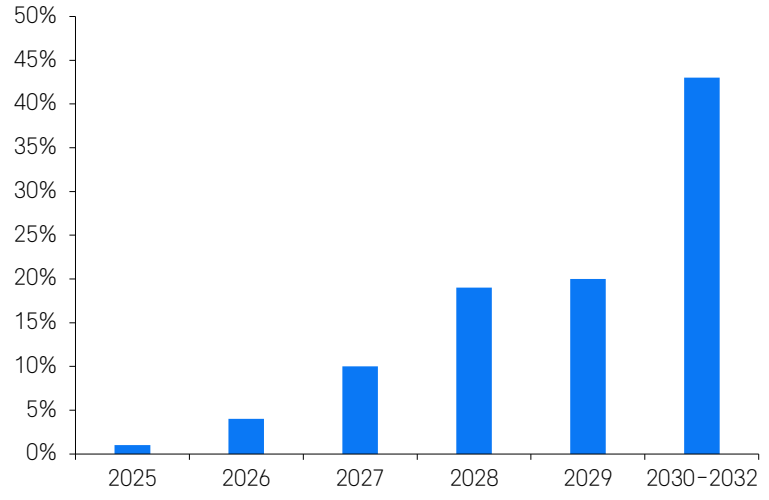
- 2027~2029년, 레버리지론 5,600억 달러, 하이일드 채권 6,080억 달러 등 총 1.1조 달러 규모의 채권 만기가 도래함
- 직접대출은 최근 3년간 0.9조달러의 BSL을 리파이낸싱하며 2026~2027년 즉각적 만기 압박 요인은 없음, 그러나 2028~2029년 대규모 만기 집중. 2028년에는 사모대출 만기 도래액이 3천억 달러로 급증
- 금융 환경이 악화될 경우 일부 저신용 차주의 리파이낸싱 리스크
- 사모대출 환매 압력 지속 시 대출 자산의 fire-sale로 갈 수 있으며 연쇄적 가치 하락을 야기할 수 있어 2027년 리파이낸싱 여부가 중요

레버리지론과 하이일드 채권 만기



참고: 레버리지론 (Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index) 수치는 2025년 12월 기준, 하이일드는 2025년 11월 기준 자료: Pitchbook

BDC가 투자한 대출자산 만기 연도별 비중

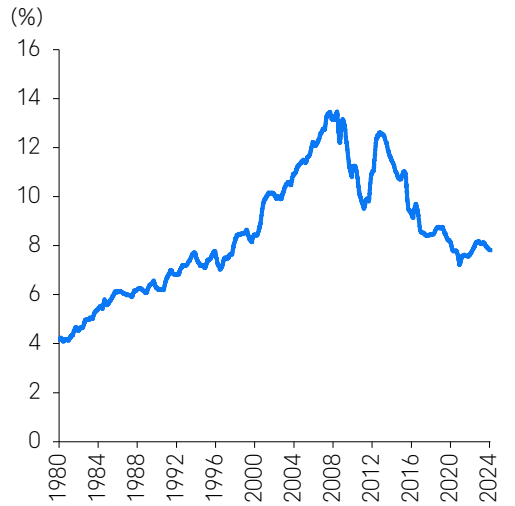


참고: 2025년 6월 말 기준; 취득원가 기준 비중; 주식 및 CLO 보유분 제외
자료: Pitchbook

변별의 시기: 선별적 손실 확대 예상

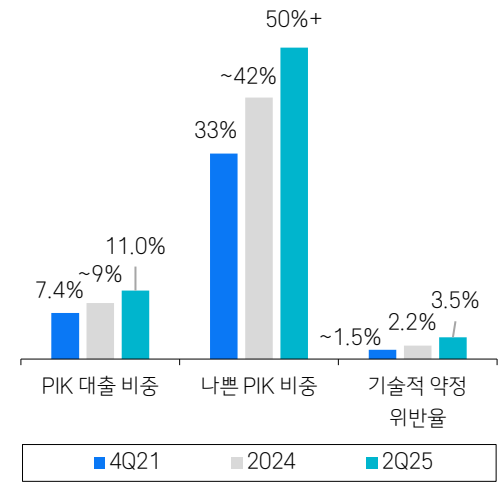
- 이번 사모대출 시장의 환매 러시는 크레딧 리스크가 표면화되기 전, 유동성 리스크부터 먼저 나타남. 직접대출의 손실율은 큰 변화가 없는 상태
- 그러나 크레딧 시장은 경기를 후행하며 사모대출은 유연한 계약 구조로 원천적으로 손실율 지표가 낮다는 점을 고려해야 함
- 사전에 계획된 좋은 PIK(성장 투자 목적)과 달리 현금흐름 부족으로 인해 중도 전환되는 나쁜 PIK 대출 증가는 차주 신용 악화의 신호
  - 나쁜 PIK 비중이 2025년 50%를 넘어서며 스트레스 축적을 시사
- 특정 섹터(서브프라임 소비자 금융, 과레버리지 소프트웨어 기업)과 특정 빈티지(2021~2022년 고점 대출)에서 손실 가능성
- 중장기적으로는 과열 경쟁으로 급격한 스프레드 축소를 겪었던 사모대출 업계의 스프레드 재확대의 정상화 예상

은행 부채 대비 NBFI 비중



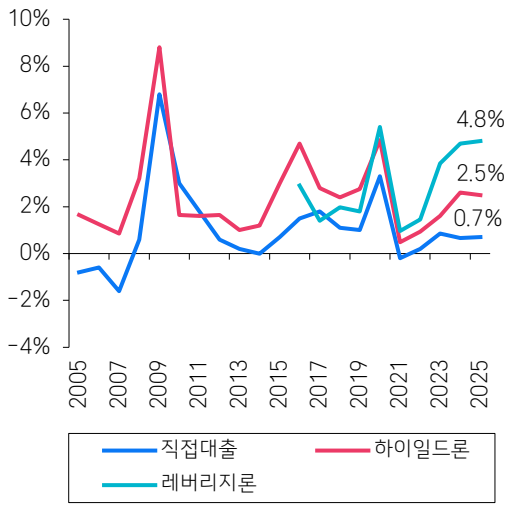
자료: FRED

PIK 대출 지표 추이



자료: Lincoln international

손실률 추이

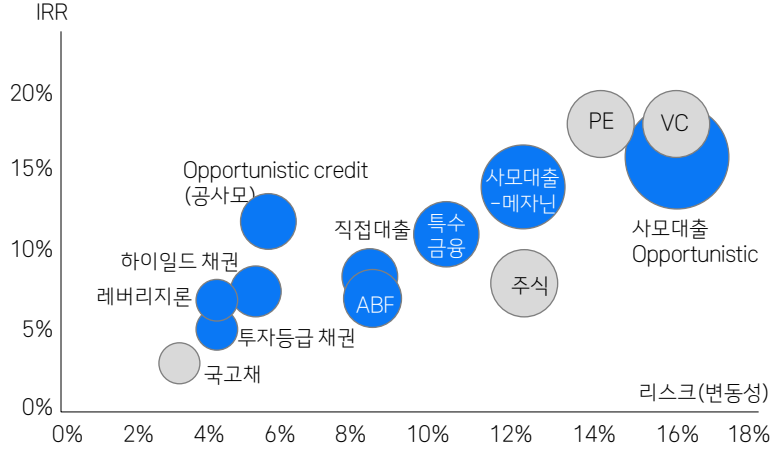


참고: 직접대출은 cliffwater direct lending index realized losses, 하이일드론은 USD HY loss rate, 레버리지론은 Morningstar LSTA Leveraged loan index
자료: Bloomberg, Morningstar

균열 속 기회: Opportunistic 펀드 자금 유입

- 유동성이 충분하고 기관 자금 비중이 높으며, 차주 선별 및 포트폴리오 분산, 채무 회수(Work-out) 역량이 강한 운용사 중심으로 변별의 시기 도래
- 세컨더리 시장에 대출자산 매물이 증가하고 있으나 아직 NAV 대비 할인율이 낮아 거래는 제한적, 매수-매도 호가 격차가 큼
- 그러나 점차 NAV 할인율 확대 예상, 이를 기회로 Opportunistic credit 펀드 증가가 나타남. 사모대출 투자를 보완하는 수단이 될 것
- LP들은 사모대출 시장 리스크를 고려하고 직접대출의 쏠림을 지양하며 다양한 분산 투자 전략으로 전환할 가능성이 높음

크레딧 전략 리스크-리턴 프로파일



자료: Lincoln international

사모대출 시장별 만기와 수익률 예시

참고: 2012~2020년 빈티지 펀드 기준
자료: Schroders

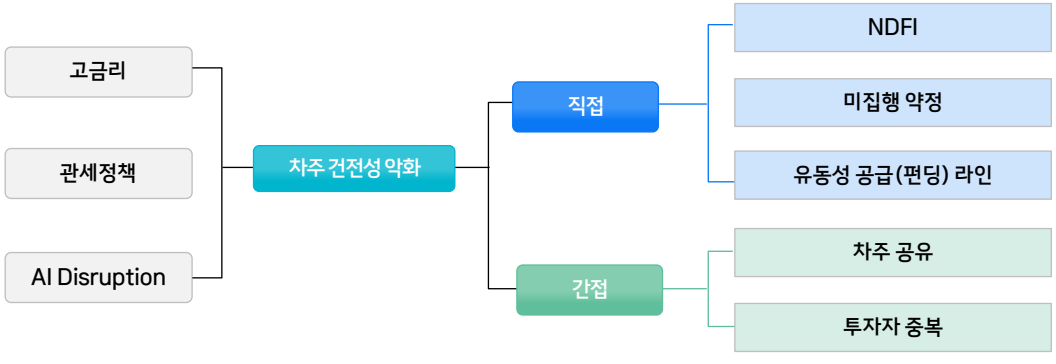
시스템 리스크 가능성 제한적

사모대출펀드와 은행 파트너십 사례 – 차주 공유의 리스크

은행-사모대출 운용사	내용
Citigroup -Apollo Global	2024년, 250억달러의 사모대출 파트너십 체결
Wells Fargo - Centerbridge Partners	북미 middle-market 기업 대상 직접대출 펀드 공동 출범 (50억 달러 규모)
Lloyds Bank - Oaktree Capital	영국 middle-market 기업 대상 직접 대출 지원
BNP Paribas -Apollo Global	아폴로의 사모 신용 지원을 위해 BNP는 50억 달러 규모의 자금 지원 약정 체결
Bank of Montreal - Canal Road Group	2025년, CRG의 직접대출 지원을 위해 BMO는 1억달러 자금 지원 약정 체결
Barclays - AGL Credit	대기업 대상 사모대출 투자 플랫폼 공동 조성
Societe Generale - Brookfield	100억 유로 사모대출 펀드 조성을 위해 파트너십 체결

자료: Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison, 삼성증권

시스템 리스크 전이 경로



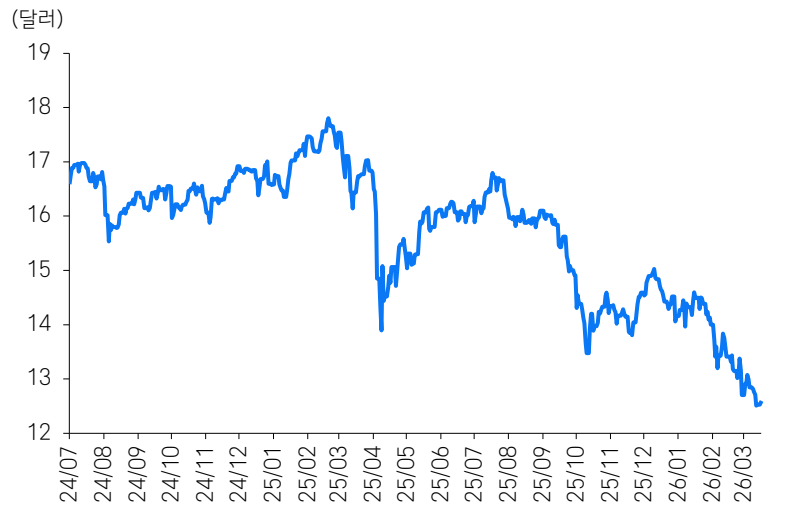
자료: 삼성증권

- 금융시스템으로 리스크 전이 경로
  - 직접 영향: NDFI 대출 1.1조달러(총 대출의 11%), 미집행 약정 1조 달러로 이들의 연쇄 부실화 시 리스크
  - NDFI 성장의 89%가 대형 은행에 집중
  - 간접 영향: 사모대출 펀드에 유동성 공급라인), 차주 공유(동일 기업이 은행 대출과 사모대출을 동시 보유), 투자자 중복(LP가 은행 대출과 사모대출 동시 투자), 시장 센티멘트 악화 등이 커질 경우
- 시스템 위기 가능성은 낮지만 리스크 수준은 상승
  - 고금리, 경기 침체가 2027년~2028년 만기 집중과 맞물릴 경우 리스크 확산 가능성
- 시장 안정을 위해서는 금리 하향으로 차주의 건전성 확대, 우려 기업 포트폴리오의 적극적인 부채 구조조정 필요

바닥 여부 확인: 상장BDC

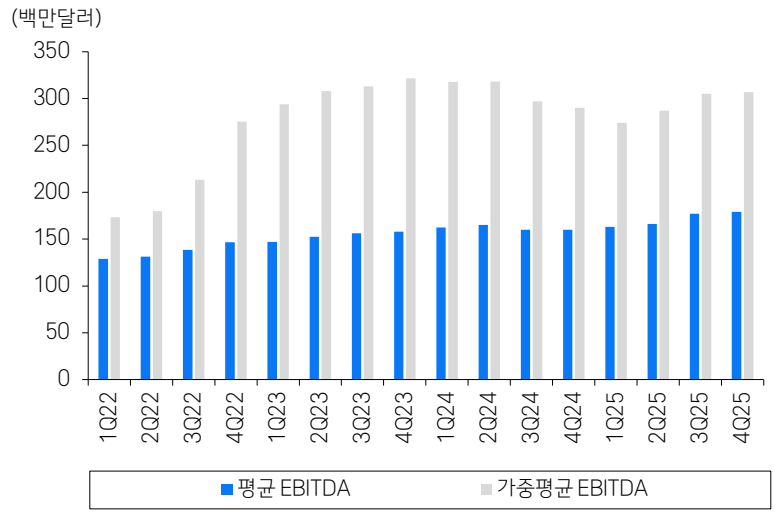
- 가장 빠른 바닥 확인의 신호는 실시간 가격이 확인되는 상장BDC의 NAV 회복
- 아레스 캐피탈 등 주요 BDC의 직접대출 차주의 전년 대비 EBITDA 성장률은 6~7%로, 2021년 1분기 이후 최고 수준
- 그러나 관세정책, 이민자 강경책, 고금리 후유증 등의 영향은 후행하기에 2026년 분기 실적이 중요
- 최근 퇴직연금(k-401)의 사모대체 자산 편입 허용 추진을 계기로 상장BDC의 주가 하락 완화
  - 소폭이나마 비상장BDC의 환매 압력을 완화하는 요인

BDC ETF의 주가 추이



참고: BIZD는 VanEck BDC Income ETF
자료: VanEck

아레스 캐피탈의 포트폴리오 기업 EBITDA



자료: Ares, 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