

## 대체투자팀

이경자 팀장  
kyungja.lee@samsung.com

홍주미 Research Associate  
jumi14.hong@samsung.com



리서치센터 리포트  
바로가기

## 대체투자

### 사모대출 점검 ② 비상장 BDC의 환매 정점은 언제일까

- BDC의 환매 요청률은 더욱 증가하겠으나 2분기가 정점일 가능성
- 상위 BDC의 레버리지는 규제 기준 미만, 신규 대출 스프레드 확대 등 시장 재편
- 최근 오크트리 OSC 환매율 하락 등 업계 차별화와 대체투자 시장 다각화 시작

### WHAT'S THE STORY?

**2분기, 환매 요청률 정점의 가능성:** 비상장 BDC의 환매 요청은 2분기에 더욱 증가한 것으로 파악. 환매 비례 배분 조치에 대응해 투자자가 필요보다 더 많은 금액의 환매를 요청하는 관행 고려 시 환매 요청률은 2분기가 정점일 가능성. 대부분의 BDC가 분기별 NAV의 5% 환매 한도를 준수(게이팅)하는 상황이라 환매액은 1분기가 정점으로 생각. 일례로 BCRED, OSC(Oaktree strategic fund) 등은 1분기 NAV의 5% 이상 요청에 대해서도 자사 유동성을 활용해 전량 환매해 준 상황. 연중 내내 환매 요청은 NAV의 5%를 초과하고 2027년에도 압력이 잔존하겠으나 2022년 비상장 리츠인 BREIT 등 유사 사례 고려 시, 환매 러시는 4분기부터 점차 완화될 가능성

**직접대출만의 이벤트는 아님:** 경쟁적인 딜소싱 및 느슨해진 대출 심사 등으로 직접대출의 건전성 약화가 나타나겠지만 이는 비단 사모대출 시장만의 문제는 아닐 것. 고금리 장기화, AI로 인한 산업별 변화(소프트웨어), 관세정책 등이 복합적으로 작용해 크레딧 이벤트를 야기할 수 있는 시점이기 때문. 이를 계기로 신규 대출 스프레드 확대가 나타나고 있음. Pitchbook에 따르면 3~5월 스프레드는 25~50bp 확대되었고 더 많은 OID가 포함됨. 또한 BSL 대비 직접대출의 스프레드는 170bp로 1분기보다 확대. 대주에게 유리한 조건과 엄격한 심사 기준, 레버리지 축소 등으로 시장 재편 중

**상위 BDC의 레버리지는 임계값 미만:** Fitch의 스트레스 테스트에 따르면 8개 BDC는 신규 자본 유입 및 포트폴리오 상황이 전무한 가장 심각한 스트레스를 가정해도 현재의 유동성과 담보력 고려 시 향후 1년간 분기별 환매 요청에 대응 가능. 평가 대상 BDC의 평균 레버리지 비율은 3월 기준 0.85배로 최대 스트레스 하에서 레버리지 비율은 1.39배까지 상승하겠으나 이는 규제 기준 2.0배 미만. BDC들의 자체적인 건전성 개선 노력으로 상위 15개 BDC의 이자수익에서 PIK 비중은 1분기 8.6%에서 2분기 8.2%로 하락

**업계 차별화와 대체투자 다각화:** 환매 압력이 여전한 가운데, 최근 오크트리의 OSC (Oaktree strategic fund)는 환매요청이 1분기의 8.5%에서 하락한 4.5%로 보도. 이는 1) 낮은 레버리지 및 PIK 등 보수적 운용(순수 직접대출보다 opportunistic 크레딧), 2) 1분기 모회사 브룩필드가 잔여 지분을 매입, 환매에 전량 대응하며 신뢰도 상승에 기인. 이 사례가 시장 안정을 의미하지는 않지만 변별을 시사. 사모대출의 자금 유입이 감소하며 부동산 및 인프라 등 hard asset으로 자금이 유입되는 한편 사모대출에 배분을 늘리는 기관도 나타남. 단, 미국 직접대출보다 ABF, 특수상황 등 기회주의적 펀드, 혹은 유럽 및 아시아 직접대출로 확산. 즉, 다른 형태의 자금유입이 지속되며 느린 연착륙 예상

**오크트리, 환매 요청 둔화:** 비상장(non-traded) BDC의 환매 요청률이 여전히 환매 기준인 NAV의 5%를 상회하는 가운데 오크트리의 전략 크레딧 펀드인 OSC(Oaktree strategic credit fund, 브룩필드 산하)의 환매 요청률은 1분기 8.5%에서 2분기 4.5%로 하락하는 이례적 사례가 나타났다. 대부분 BDC들이 2분기 환매 요청률이 1분기보다 상승한 것과 대조적이다. 주요인은 1) 낮은 레버리지(자본 대비 부채 비율 0.85~1배 유지), 2) 낮은 소프트웨어 섹터 익스포저, 3) 낮은 PIK 이익 비중(총 수익의 1.1%) 등 보수적 운용 전략과 모회사인 브룩필드가 1분기, 환매를 요청한 투자자의 잔여 지분 1.7%를 매입해 OSC가 환매 요청을 100% 충족할 수 있도록 지원한데 기인한다. 오크트리의 사례가 업계 전반의 환매 압력 완화를 의미하지는 않지만 펀드 및 운용사별 차별화가 시작됨을 시사한다.

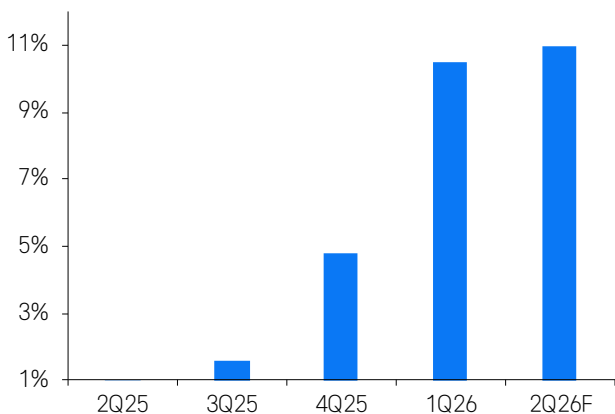
**주요 비상장 BDC의 환매 요청 현황**

펀드 (운용사)	운용사	규모	1Q26 환매 요청률	1Q26 환매 처리결과	2Q26 환매 요청률
BCRED	블랙스톤	NAV 450억 달러	7.9%	100% 충족 (한도 5%→7%로 일시 상향, 4억 달러 투입)	10.0%
ADS	아플로	NAV 144억달러	11.2%	45% 비례배분 (7억달러 지급)	진행 중
HLEND	HPS/블랙록	NAV 126억 달러	9.3%	54% 비례배분 (6억 달러 지급)	13.3%
OCIC	블루아울	AUM 360억 달러	21.9%	23% 비례배분 (9.9억 달러 지급)	진행 중
OTIC (기술특화 펀드)	블루아울	NAV 62억 달러	40.7%	14% 비례배분 (1.8억 달러 지급)	진행 중
ASIF	에어리스	미확인	11.6%	43.1% 비례배분 (5.2억 달러 지급)	진행 중
OSC	오크트리/브룩필드	AUM 74억 달러	8.5%	100% 충족 (한도 5%→7%로 상향, 브룩필드가 매입)	4.5%
GCRED	골립 캐피탈	AUM 99억 달러	미확인	미확인	8.5%

자료: 각 사, 삼성증권

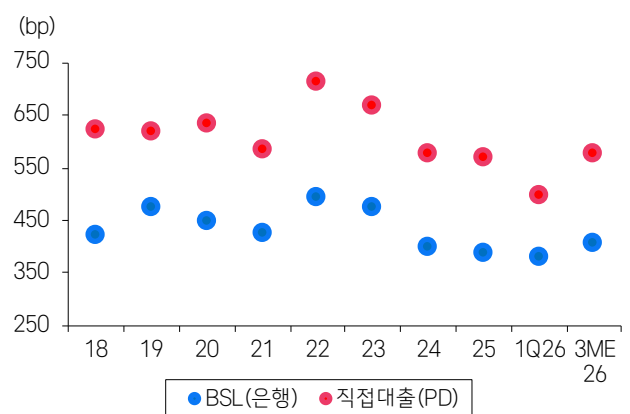
**직접대출 시장 재편:** Pitchbook에 따르면 3~5월 스프레드는 25~50bp 확대되었고 더 많은 OID가 포함되는 것으로 나타났다. 평균 LBO 스프레드는 SOFR 대비 490bp로 1분기의 474bp에서 상승한 상황이다. 직접대출의 BSL 대비 스프레드는 170bp로 1분기의 150bp에서 확대 추세다. 대주에게 유리한 조건과 엄격한 심사 기준이 일반화되며 건전한 조정 단계에 진입했음을 시사한다. 스프레드 확대 외에도 BDC의 레버리지 축소, 거래 조건 개선으로 시장 재편 중이다. 실제 Pitchbook의 추적하는 15개 BDC의 총 이자수익 중 PIK 비중은 8.6%에서 2분기 8.2%로 하락했으며, 15개 BDC 중 8개 BDC가 감소했다고 발표했다.

**상위 8개 비상장BDC 평균 환매 요청률**



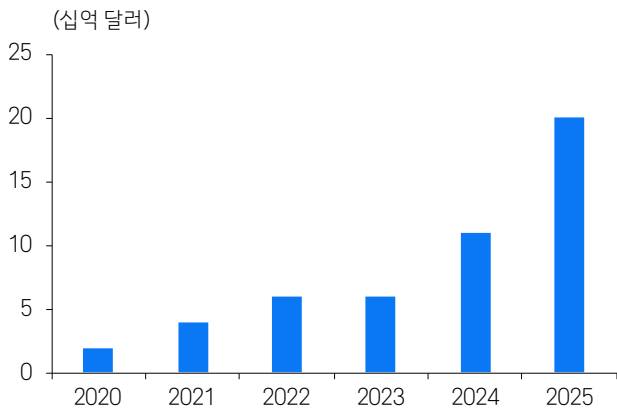
자료: Pitchbook, 삼성증권

**LBO 파이낸싱 금리- BSL vs 직접대출**



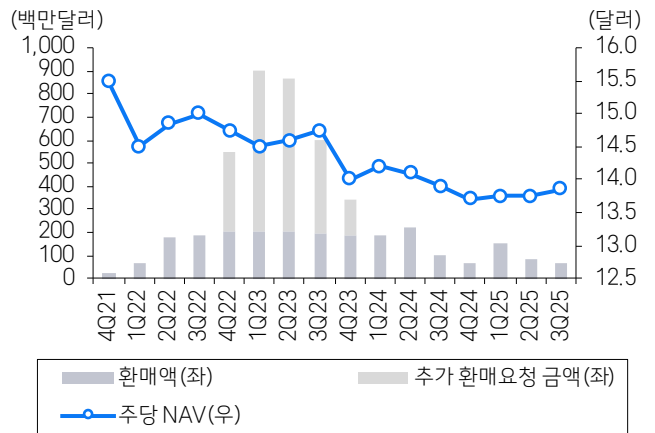
참고: 2026년 3ME는 3~5월 기준  
자료: Pitchbook, LCD, 삼성증권

사모대출 세컨더리 거래액: 시장 유동성은 여전



자료: Evercore, 삼성증권

블랙스톤의 BREIT 환매 한도 초과 사례 - 7개 분기 지속



자료: iCapital, 블랙스톤, SEC, 삼성증권

사모대출 용어 정리

용어(영문)	개념	설명
Non-Traded BDC	비상장 BDC	증권거래소에 상장되지 않은 BDC. 주로 리테일/고액자산가 대상으로 판매 주식처럼 매일 거래 불가하고 분기별 환매(Tender Offer)로만 유동성 제공
Traded BDC	상장 BDC	NYSE 등 거래소에 상장된 BDC. 매일 주식처럼 매매 가능. OBDC(Blue Owl 상장 BDC) 시장가로 거래되므로 NAV 대비 할인/프리미엄 발생
Evergreen Fund / Perpetual Fund	에버그린 펀드 /영구형 펀드	만기가 정해져 있지 않은 개방형 사모펀드. 일정 조건 하에 수시로 신규 자금 유입/환매 가능 BCRED, HLEND 등 비상장 BDC의 구조. 전통적 폐쇄형 펀드(7~10년 만기)와 대비
Semi-Liquid Fund	세미리퀴드 펀드	완전한 유동성(공모펀드)과 완전한 비유동성(폐쇄형 PE) 사이의 구조 분기별 제한적 환매를 제공하지만 기초자산은 비유동 자산
Redemption Gate	환매 게이트	환매 요청 제한 한도(분기 NAV의 5%)를 초과하는 환매 요청이 들어오면 한도까지만 충족하고 나머지를 이연
Tender Offer	공개매수/환매 제안	비상장 BDC가 투자자에게 주식을 되사겠다고 제안하는 정기적 절차 보통 분기별로 NAV 비율(2~5%)까지 매입. 투자자는 참여 여부를 선택
Redemption Queue	환매 대기열	환매가 이연된 투자자의 요청이 다음 분기로 이월되어 순서대로 처리되는 대기 구조
Lock-up Period	의무보유기간	투자 후 일정 기간(6개월~2년) 환매 요청 불가 기간. 세미리퀴드 펀드의 초기 유동성 안정화 장치
Return of Capital	자본환원	투자 수익이 아닌 원금을 투자자에게 반환. 블루아울 OBDC II가 자산매각 수익으로 자본환원은 방식이 이 사례
Direct Lending	직접대출	은행 신디케이션 없이 사모대출 펀드가 기업에 직접 대출. 사모대출의 가장 핵심적 전략
Senior Secured Loan / First Lien	선순위 담보대출	차주의 자산에 1순위 담보권이 설정된 대출. 사모대출에서 가장 보수적인 형태
Unitranche	유니트랜치	선순위와 후순위를 하나의 대출로 통합한 구조. 차주에게는 단일 대출자/단일 금리의 편의성, 대출자에게는 블렌디드 수익률 제공. 사모대출에서 가장 일반적인 구조 중 하나
Covenant	약정조항/커버넌트	대출계약에 포함된 차주의 재무/행위 제한 조건. 재무적 커버넌트(부채비율 유지 등)와 비재무적 커버넌트(추가 차입 제한 등)로 구분
Covenant-Lite (Cov-Lite)	커버넌트 라이트	재무적 유지 약정이 없거나 완화된 대출. 차주에게 유리하나 대출자 보호 약화
PIK (Payment-in-Kind)	현물이자지급	현금 대신 추가 대출(원금 증가)로 이자 지급. 차주의 현금흐름 부담을 줄이나 대출자의 현금 수취가 지연됨
OID (Original Issue Discount)	발행할인	대출이 액면가 이하로 발행되는 것. 차이가 대출자의 추가 수익. 시장 환경에 따라 OID 폭 변동
Vintage	빈티지	펀드가 투자를 집행한 시점(연도). 시장 환경에 따라 빈티지별 수익률 차이가 큼
Middle Market	중견기업 시장	연매출 1천만~10억 달러 또는 EBITDA 1천만~1.5억 달러의 기업군을 사모대출의 주요 차주 시장
Leveraged Loan	레버리지드 론	투자적격 이하(BB+) 등급의 기업 대출. 신디케이션을 통해 은행/기관에 분배. 사모대출과 경쟁/보완 관계
Syndication	신디케이션/대주 구성	하나의 대출을 여러 금융기관이 나누어 인수 사모대출의 직접대출(Direct Lending)은 신디케이션 없이 단일/소수 대출자가 전체 인수하는 차이
Sponsor-Backed	스폰서 지원	PE가 소유한 기업에 대출. LBO(차입매수) 자금의 상당량이 사모대출로 조달. 스폰서의 자금력이 신용 보강 역할
Non-Sponsor	비스폰서	PE 지원 없이 독립적으로 운영되는 기업에 대한 대출. 상대적으로 위험이 높으나 높은 스프레드
Credit Enhancement	신용보강	후순위 출자, 초과담보, 보증 등을 통해 선순위 투자자의 위험을 경감하는 구조. BCRED에 4억 달러 출자 사례

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