



대체투자 전망:

금리 변곡점의 대체투자 시장

▶ 리서치센터 | 2024년 7월

※ 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 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

SUMMARY

대체투자 전략

금리 변곡점의 대체투자 시장

대체투자는 기관 투자자의 포트폴리오 다양화 필요에 힘입어, 지난 수십년간 사모 시장의 중심으로 높은 성과를 보이며 유동성을 흡수해 왔습니다. 그러나 최근 2년간 고금리 영향으로 대체투자 시장도 냉각되기 시작해 2023년 공모 자산 대비 성과는 저조했습니다.

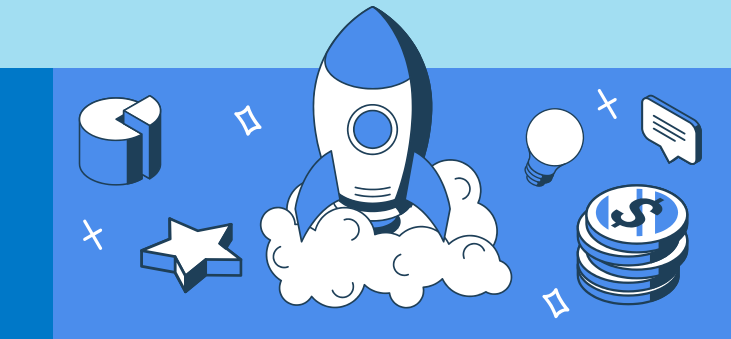
그럼에도 글로벌 연기금, 국부펀드, 재단 등 장기 자금 중심으로 자금 유입은 여전히 견조하며 주요 연기금은 향후 대체투자 비중 목표치를 오히려 상향 조정했습니다. 그 이유는 공모 시장 대비 사모 중심의 대체투자 시장은 투자 대상이 훨씬 풍부하고 외부 시장과의 상관관계를 줄일 수 있는 데다, 시장 비효율성을 활용한 수익 추구의 본질에 충실하기 때문입니다.

코로나19와 고금리를 거치며 대체투자 시장의 자산과 전략, 투자자는 더욱 다양해지고 고도화되었습니다. 인플레이션을 헤지할 수 있는 인프라자산의 부상, 전통 대출시장의 위축과 변동금리 구조로 대세로 부상한 사모 대출(Private debt)이 그 예입니다. 또한 고금리 시기 가치 하락이 컸던 PE/VC는 밸류에이션 매력이 커지며 현재 빈티지의 신규 투자에 관심이 증대되는 추세입니다. 금리 인하가 가시화되는 하반기, 대체투자 전략에 대한 재정비가 필요한 시점입니다. 본 자료에서는 금리의 변곡점에서 대체자산의 주요 섹터 세 가지를 점검했습니다.

CONTENTS

대체투자 전략

PART 1. Overview	4p
PART 2. 사모 주식(PE/VC)	15p
PART 3. 사모 대출(Private debt)	29p
PART 4. 인프라	39p



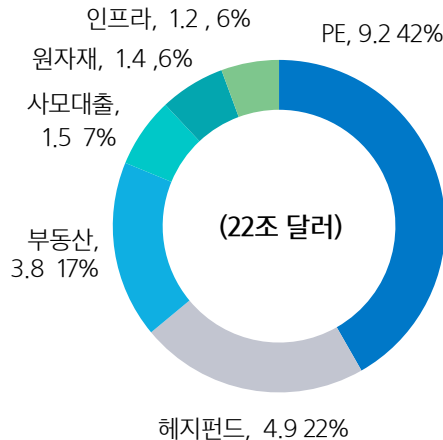
PART 01

대체투자 overview

Overview 규모

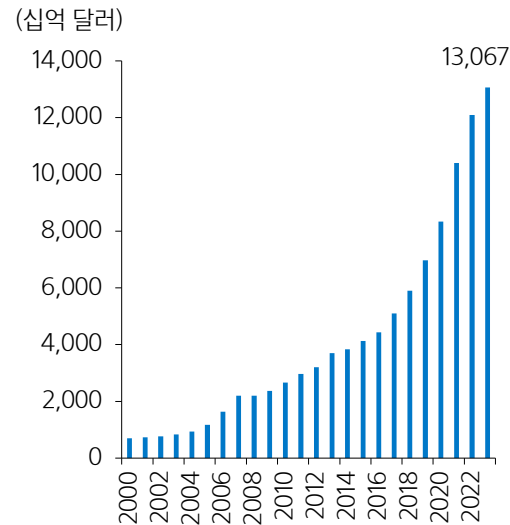
- 글로벌 대체투자 운용 규모는 23년 22조 달러→27년 27조 달러로 전망
 - 방대한 시장 규모로 포트폴리오 다각화와 인플레이션 헤지의 장점, 사모 중심으로 시장의 비효율성에서 이익을 추구하는 것이 본질
- 고금리 역풍으로 글로벌 운용자산 내 비중은 22년 15.5%로 최고치를 기록한 뒤 23년 말 14.9%로 팬데믹 이후 처음으로 하락
- 대체투자에서 가장 큰 부문은 PE(사모 주식)이나 23년부터 사모 대출(PD)이 고성장하는 등 환경 변화로 새로운 섹터의 성장
- 그 외 암호화폐(가상자산), 수집품 등 새로운 섹터가 생기고 연기금 등 주요 기관 투자자들은 적극적으로 편입

글로벌 대체투자 운용자산 규모 (23년)



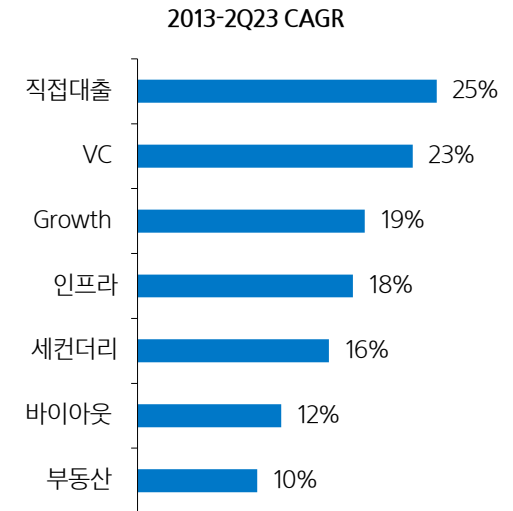
참고: 글로벌 주요 기관투자자의 대체투자 AUM 합산, 사모 공모 모두 포함, 더블카운팅 제외, Fund of fund (재간접)와 세컨더리 제외
 자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 대체투자 사모 운용자산 규모



자료: Preqin, Pitchbook, 삼성증권

주요 섹터 및 전략별 AUM의 성장률

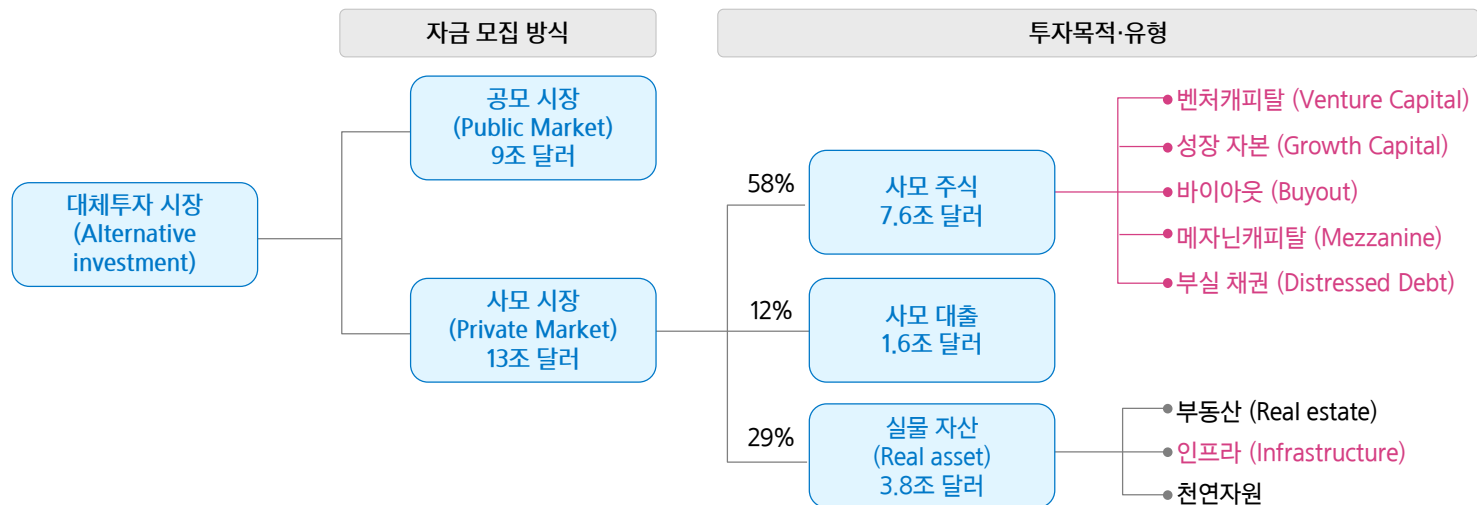


자료: Preqin, 삼성증권

시장 구분 사모 시장

- 대체투자 시장은 주로 사모방식으로 형성. 사모는 공모 대비 규제가 덜하고 기대수익률은 높지만 낮은 유동성의 리스크
- 23년 글로벌 사모 시장의 AUM은 13조 달러, 2017년 이후 연평균 18%의 성장률. 북미 57%, 아시아 23%, 유럽 21%의 비중을 차지
- 사모 시장의 투자 대상은 ① PE(사모 주식), ② 사모 대출, ③ 실물 자산(부동산, 인프라, 천연자원) 등으로 구성
- 본 자료에서는 PE와 VC의 구분이 점차 모호해짐에 따라 함께 분석했으며 부동산, 천연자원은 분석에서 제외

대체투자 시장 구분(23년)



참고: PE- 경영 참여 목적으로 에퀴티 투자, 이익을 창출해 엑시트 목표. 목적에 따라 PE와 헤지펀드로 구분하기도 하나, 최근에는 구분 모호, 헤지펀드- 경영권과 관계없이 수익을 내는 데 주력, 기업뿐 아니라 채권, 금 등 자산도 투자 대상

자료: PWC, Preqin, 삼성증권

시장 구분 사모 시장

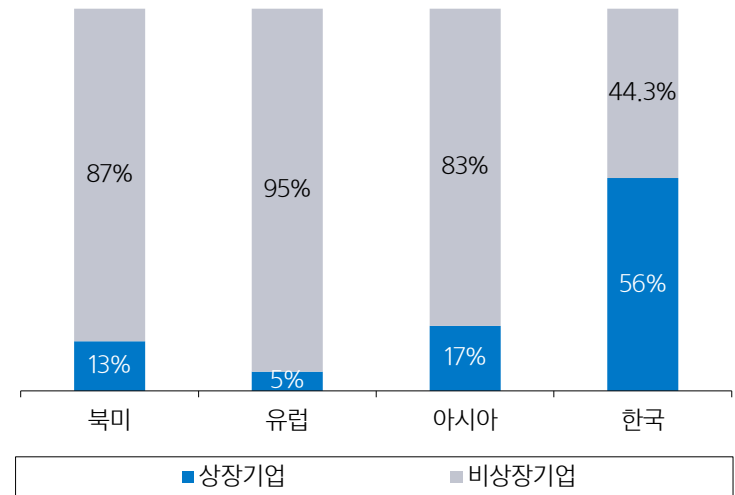
- 사모 성장의 이유: ① 거대한 투자시장 규모, 공개 시장에만 집중할 경우 투자 기회가 급감
 - 런던 증권거래소에 상장된 기업은 96년 2,700개→ 22년 1,100개, 독일은 07년 이래, 미국은 96년 이래 상장기업 개수가 40% 감소
 - 미국에 매출 1억 달러 이상 회사 중 15%만이 주식시장에 상장돼 있음
- ② 포트폴리오 다각화 효과: 공모 시장과 낮은 상관관계로 초과 수익률을 보이며 연평균 PE는 10%대의 IRR을 실현해 옴
- ③ 투자자 저변 확대: 연기금 및 기관 등 PEF에 출자 비중 상승

사모와 공모 시장 간 correlation

	PitchBook 사모 시장 지수								공모 시장 지수				
	사모 자본	PE	VC	부동산	실물 자산	사모 부채	펀드 오브 펀드	세컨더리	S&P 500	글로벌 시장	글로벌 부동산	글로벌 에너지	글로벌 고수익
사모자본	1.00	0.99	0.63	0.68	0.49	0.76	0.57	0.26	0.75	0.77	0.65	0.58	0.62
PE		1.00	0.58	0.64	0.44	0.70	0.52	0.26	0.75	0.77	0.65	0.56	0.61
VC			1.00	0.26	0.28	0.43	0.55	0.03	0.49	0.46	0.33	0.28	0.39
부동산				1.00	0.28	0.50	0.25	0.23	0.35	0.35	0.33	0.28	0.22
실물 자산					1.00	0.38	0.39	0.12	0.41	0.43	0.38	0.49	0.39
사모부채						1.00	0.41	0.20	0.64	0.70	0.68	0.60	0.70
펀드 오브 펀드							1.00	0.37	0.39	0.41	0.32	0.27	0.35
세컨더리								1.00	0.21	0.26	0.26	0.28	0.08
S&P 500									1.00	0.96	0.78	0.67	0.76
글로벌 시장										1.00	0.85	0.74	0.82
글로벌 부동산											1.00	0.61	0.78
글로벌 에너지												1.00	0.63
글로벌 고수익													1.00

참고: 23년 9월 말 기준
자료: Pitchbook

사모와 공모주식 매출 비중

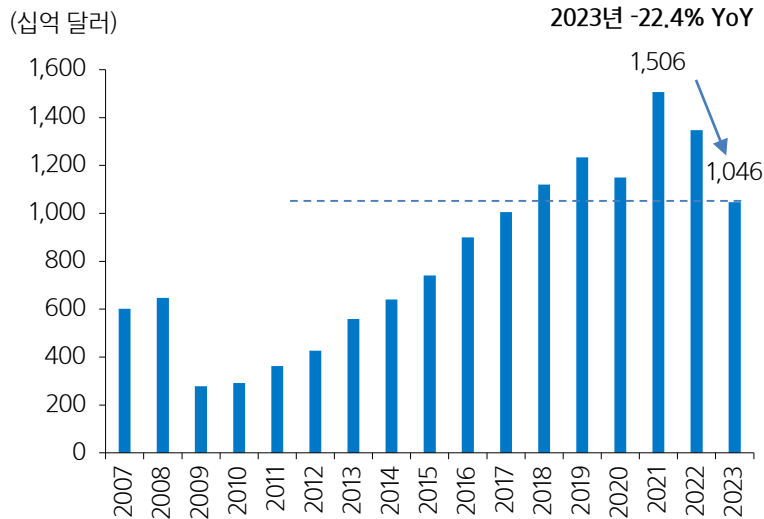


참고: 23년 12월 기준 이전 12개월, 한국의 비상장기업은 외감법인 기준으로 추정,
이 외를 포함 시 상장기업 비중은 20% 이하로 추정
자료: 미국 노동통계국, 월드뱅크, KKR, 삼성증권

사모 시장 자금 모집 감소

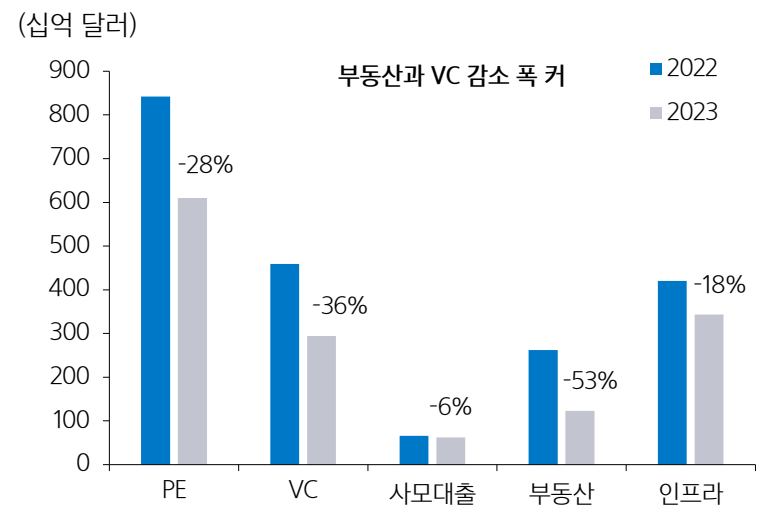
- 글로벌 사모 대체투자의 자금 모집은 저금리로 21년 1.5조 달러의 최대치 기록 후 23년 1조 달러로 22% 감소하며 급속한 냉각
- 금리 인상으로 22년부터 자금 유입액과 딜 거래 감소, 지역적으로는 북미, 자산별로는 사모 대출과 인프라가 상대적으로 견조
- 인프라(천연자원 포함) 강세 요인은 미중 무역 분쟁, 러-우 전쟁, 글로벌 공급망 이슈, IRA 영향
- 특히 금리에 민감한 부동산과 VC에서 자금 유입액 감소세 뚜렷, 그러나 24년 2분기부터 사모 시장은 소폭 회복세
 - 23년 어려움에도 자금 유입은 여전히 역대 높은 수준으로 팬데믹 이전 수준과 유사

글로벌 대체투자 사모 펀드 모집액 규모



자료: Pitchbook, 삼성증권

글로벌 대체투자 섹터별 딜 거래액



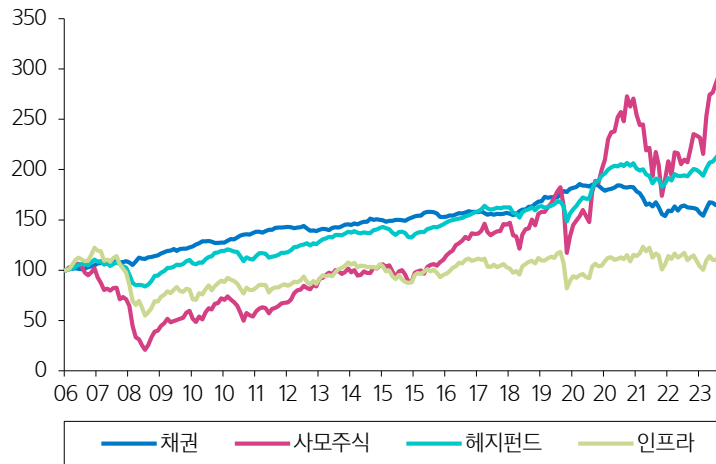
자료: Preqin, 삼성증권

성과 낮은 변동성, 금리 변곡점

- 대체자산은 장기적으로 꾸준한 성과를 보였으며 낮은 변동성이 특징. 금리 인상 사이클 종료가 예고되며 대체투자에 관심 환기
 - 사모 주식(PE): 22년부터 신규 자금 모집 감소, LP들은 엑시트가 어려워지자 소형 및 공동 투자(Co-investment) 선호
 - 사모 대출: 전통 은행 대출의 대안으로 부상, 금리 인상 이후 채권자 우위 시장으로 전환, 메자닌 비중 확대와 도입 시장 확대
 - 부동산: 고금리로 부진, 미국의 오피스와 멀티패밀리 중심의 리스크 상승
 - 인프라: 인플레이션 헤지의 속성으로 견조한 수익률, 전통적인 운송 섹터에서 재생에너지와 디지털인프라 중심의 변화

글로벌 대체투자 성과- 금리에 영향

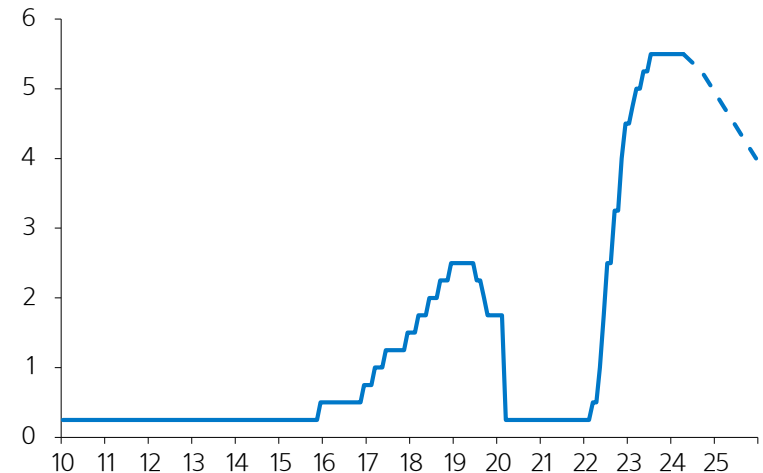
(2006/12=100)



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 기준금리 전망

(%)



자료: Bloomberg, 삼성증권

해외 연기금 대체투자 비중 상향

- 고금리를 거치면서도 중장기적으로 대체투자 비중 확대 추세
- 단, 글로벌 50대 공적연기금과 국부펀드들은 포트폴리오 비중은 조절, 부동산 비중을 축소하는 대신 인프라, 사모 대출, PE 확대
- 24년 3월, 캘퍼스는 대체투자 목표 비중을 33%→40%로 높이는 안건을 이사회 승인, 목표 비중을 기준으로 $\pm 5\%p$ 를 범위로 설정
 - PE는 13%→17%, 사모 대출은 4%→8%로 상향. 상장주식과 채권은 하향. 사모 자산의 강력하고 안정적 수익을 바탕으로 한 결정
 - 이에 따라 상장주식과 채권 비중은 각각 37%, 28%로 하락, 실물 자산은 동일한 15%

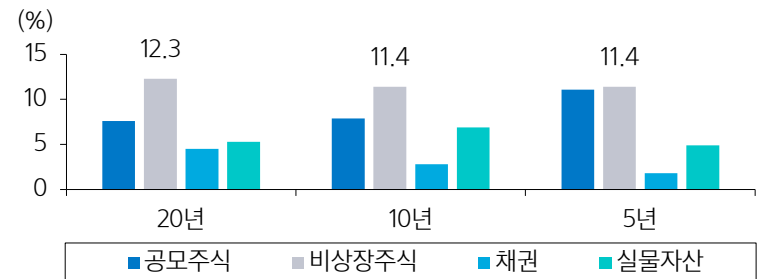
해외 주요 연기금/국부펀드의 대체투자 비중 변화

(%)	2019	2020	2021	2022	2023
CPPIB (캐나다)	57.0	60.0	61.0	66.0	64.0
CalPERS (미국)	18.0	18.0	19.0	28.0	30.0
GPIF (일본)	0.6	0.7	1.1	1.4	1.5
ABP (네덜란드)	18.2	18.9	21.2	22.8	21.1
GPFG (노르웨이)	2.7	2.5	2.5	2.7	1.9

자료: 각 사, 삼성증권

CalPERS의 포트폴리오 목표 비중 변화와 자산군별 수익률

종류 (%)	변경 전	변경 후
공모주식	42	37
사모 주식	13	17
채권	30	28
사모 대출	5	8
실물 자산	15	15
레버리지	-5	-5

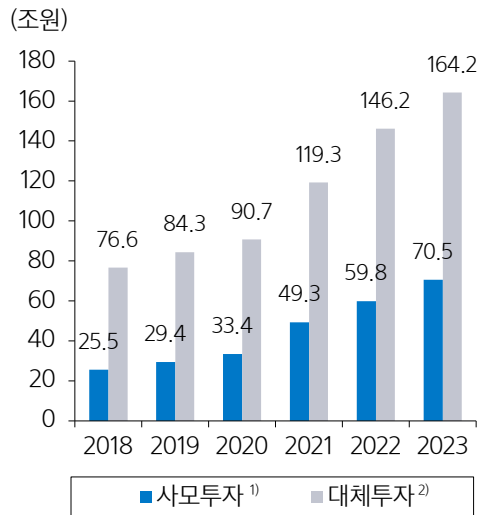


자료: CalPERS, 삼성증권

국내 연기금 대체투자 다양화

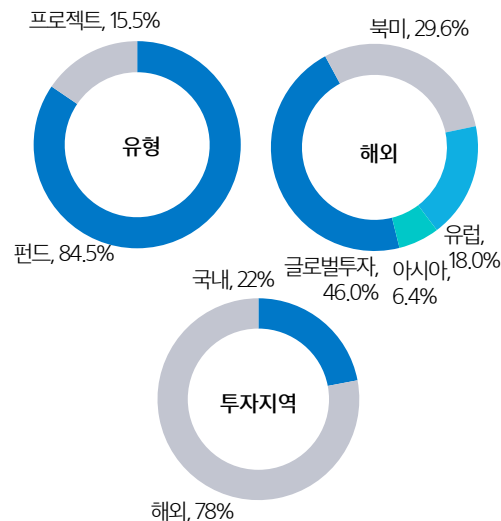
- 국내 연기금의 대체투자는 해외 중심이며, 주력이던 부동산에서 인프라로 확대 움직임, 세부 비중 조절에도 대체투자 확대는 추세적
- 국민연금은 변동성 높은 시장 속에서도 대체투자와 사모 투자 비중을 상향
 - 23년 기준 총 대체투자에서 사모 투자 비중은 43%, 총 운용자산에서 사모 투자 비중은 7%로 대체투자는 사모 중심
 - 대체투자 분야에서 크레딧 부실자산(Distressed)을 신설하며 기존의 투자 영역이던 PE와 VC를 비롯해 총 3개로 확대
 - 24년 사모 대출 투자팀을 신설, 에쿼티 중심의 사모 포트폴리오를 다변화

국민연금 대체투자 및 사모 투자 전략



참고: 1) 헤지펀드 및 사모 대출 등 포함 2) 멀티에셋 포함
자료: 삼성증권

국민연금 대체투자 유형별 구분



참고: 헤지펀드 제외, 22년 말 기준
자료: 국민연금, 삼성증권

주요 연기금 및 공제회의 대체투자 비중

(%)	2019	2020	2021	2022	2023
교직원공제회	57.5	56.4	62.4	71.9	68.3
군인공제회	46.5	45.5	48.2	50.9	46.6
국민연금	11.4	10.9	12.6	16.4	15.9
사학연금	21.2	20.7	21.3	24.8	24.8
KIC	15.0	15.0	17.0	23.0	23.0

자료: 각 사, 삼성증권

규제 강화 개인 투자자 증가 영향

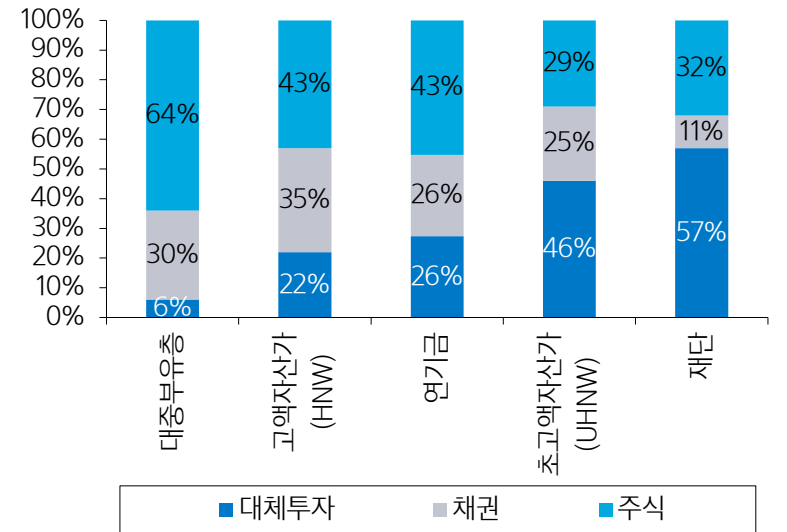
- 대체투자의 비중 확대와 고객자산가 중심의 개인 투자자 진입으로 투명성 제고, 투자자 보호 등을 위한 규제 강화 움직임
- 개인은 글로벌 자산의 절반을 소유하고 있으나 사모 대체투자 자산 시장 내 개인 비중은 5% 불과, 이들이 새로운 성장 동력
- 미국 SEC는 23년 5월, 대형 사모 펀드들에게 시스템 리스크를 야기할 수 있는 사건들을 당국에 3일 이내로 보고하도록 의무화
- 8월에는 분기마다 펀드 성과, 수수료, 비용 등의 내용 공개 요구, 대형 기관투자자의 우대 관행을 금지하는 규제안 의결

SEC 규제 내용 요약

규칙명	내용	적용 대상
분기별 명세서	• 사모 펀드 운용보수, 수수료, 비용 및 성과에 관한 분기별 정보를 투자자에게 제공	등록 사모 펀드 운용사
연간 회계감사	• 운용하는 사모 펀드마다 Advisers Act rule 206(4)-2에 근거한 연간 감사 시행 • 감사 완료된 재무제표를 투자자에게 제공	등록 사모 펀드 운용사
운용사 주도의 세컨더리 거래	• 운용사 주도의 세컨더리 거래 시 해당 거래가 공정한지예 대해 독립기관으로부터 평가 • 독립된 의견 제공자와의 과거 2년간 중요 사업관계 요약을 투자자에게 제공	등록 사모 펀드 운용사
기록 보관	• 신규 규칙에 관한 기록과 장부를 보관	등록 사모 펀드 운용사
제한된 행위	• 투자자 동의 없이 특정 수수료 및 비용을 사모 펀드에 할당하는 행위를 제한 • 투자자 동의 없이 신용차입 혹은 대출하는 행위를 제한	모든 사모 펀드 운용사
우대 행위 (Side Letter)	• 일부 대형 고객에게만 Side Letter를 통해 유연한 환매조건 을 제공 또는 포트폴리오 정보를 제공하는 것을 금지	모든 사모 펀드 운용사

자료: SEC, 삼성증권

개인의 투자자별 대체투자 배분



자료: Gridline, Personal Capital KKR, Pew Charitable Trusts; Nacubo

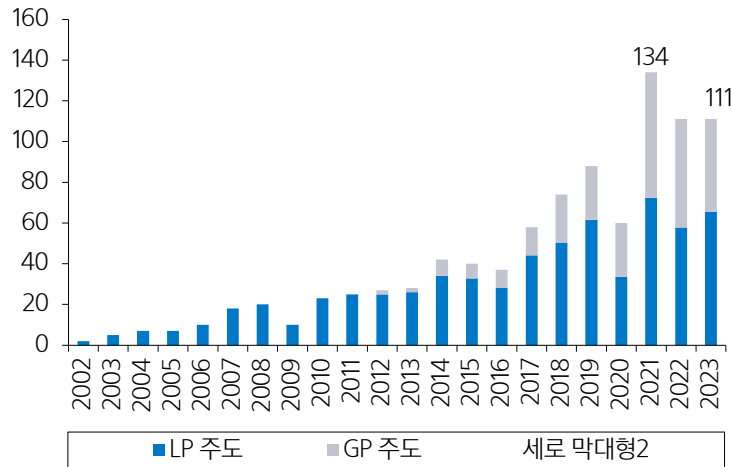
전략 변화

세컨더리 마켓 출구 전략의 노력

- 글로벌 세컨더리 시장은 21년부터 1천억 달러를 돌파하며 5년 만에 3배 증가. 고금리로 세컨더리 펀드가 유동성 공급자 역할
- 세컨더리는 J-커브를 완화할 수 있음, 블라인드 펀드보다 자산의 가시성이 높고 프라이머리 대비 수익 실현 기간이 짧음
 - 프라이머리는 인수 5~7년 이후 엑시트하는 반면, 세컨더리는 어느 정도 개선된 기업에 투자해 자본 회수 기간은 통상 3년
- 23년 세컨더리 딜의 자금 모집액은 바이아웃 펀드를 앞서는 최대치 기록, 매도자의 기대치가 낮아지며 밸류에이션 이견 차 축소세

글로벌 세컨더리 마켓 거래액

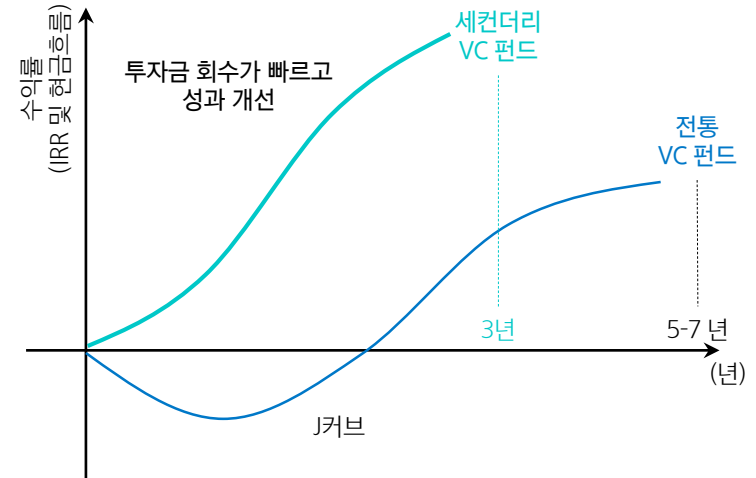
(십억 달러)



참고: 최근 세컨더리 시장은 GP 주도로 이뤄짐, 자금 유입 형태에 따라 추가 자금 납입 방식 (Top-up capital infusion), 테일엔드 방식. 과거 세컨더리는 매각이 어려운 자산의 자본 재편 방법으로 알려졌으나 현재 GP가 우량 자산을 지속 보유할 수 있는 기회로 인식하는 추세

자료: Greenhill, 삼성증권

J커브를 피하기 위해 풍부한 유동성의 세컨더리 활용



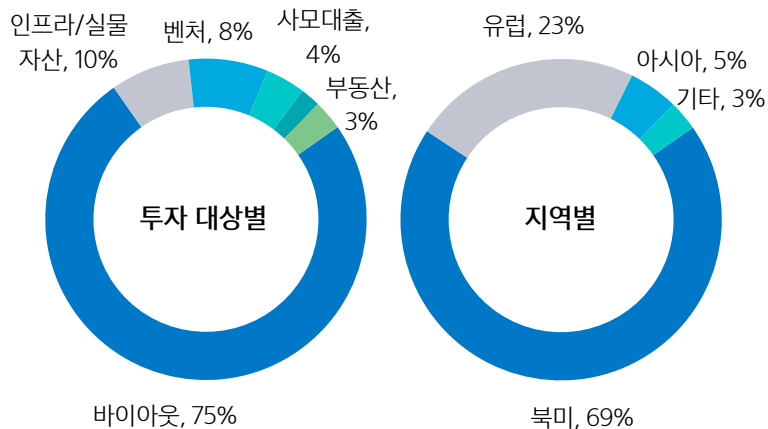
자료: 삼성증권

전략 변화

세컨더리 마켓 활용도 증가

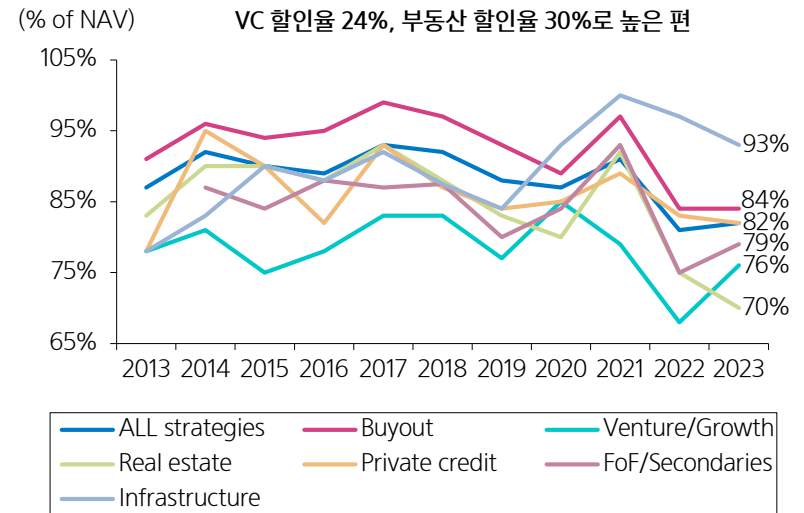
- 유동성이 필요한 기존 투자자는 투자금을 중간 회수하고 신규 투자자는 검증된 자산을 할인가에 매입하며 매수-매도자 모두 적극적
- 글로벌 세컨더리 펀드 내 투자 유형은 바이아웃이 75%로 메인이었으나 최근 유동성 낮은 부동산과 인프라 등 실물 자산에서도 트렌드 - 부동산 세컨더리 비중은 부동산 운용자산의 3%로 13년 1% 미만에서 급성장, 7~10년인 사모 펀드 만기의 미스매치를 활용
- 국내에도 대형 세컨더리 딜 등장. IMM PE가 맥쿼리 PE로부터 'UTK' 인수, 이지스는 1억 달러의 해외 기업 세컨더리 블라인드 펀드 조성

글로벌 세컨더리 마켓 지역별, 전략별 구분

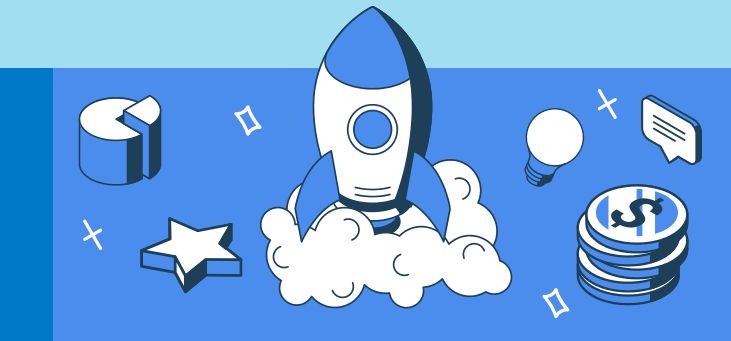


참고: 2023년 기준
자료: Greenhill, 삼성증권

세컨더리 마켓 할인율



자료: Greenhill, 삼성증권



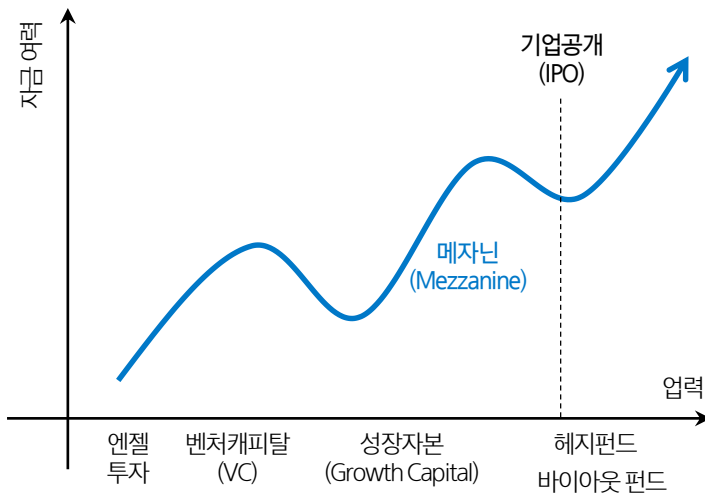
PART 02

사모 주식(PE/VC)

Overview 단계별 형태

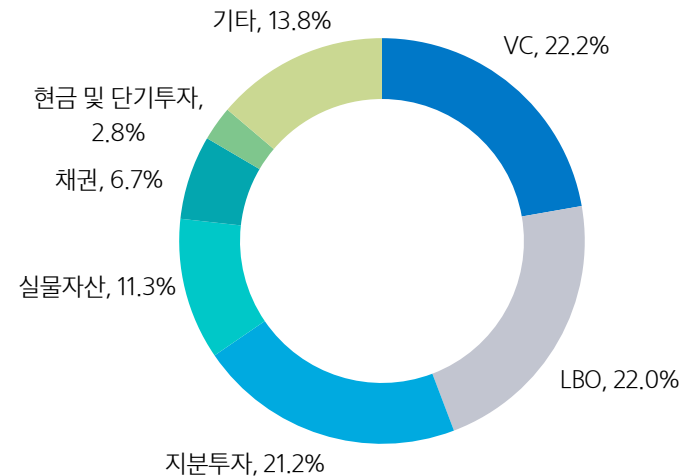
- PE 분류: ① 창업 단계의 VC, ② 기업 지분 인수로 경영권을 확보하는 바이아웃, ③ 수익성이 검증된 기업에게 자금을 공급하는 성장자본(Growth), ④ 메자닌, ⑤ 부실기업 채권에 투자하는 부실 채권 투자(distressed debt) 등으로 나뉨
- 23년 말 글로벌 PE의 AUM은 2010년 대비 2.7배 증가, 글로벌 Top 4인 KKR, 칼라일, 아폴로, 블랙스톤이 성장을 주도
- 시장 성장의 이유 ① PE가 투자 가능한 시장 규모가 큼, 비상장기업의 시총은 상장기업의 10배, ② 초과 수익률: 2003년부터 글로벌 PE의 연평균 IRR은 14% vs MSCI는 9%, ③ 투자자 확대: 장기자금의 출자 비중이 확대, 글로벌 PE의 LP 비중은 연기금 및 재단 비중이 압도적

기업의 성장 단계별 투자 형태



자료: PWC

예) 예일대 재단은 LBO(레버리지 바이아웃), VC도 비중이 큼



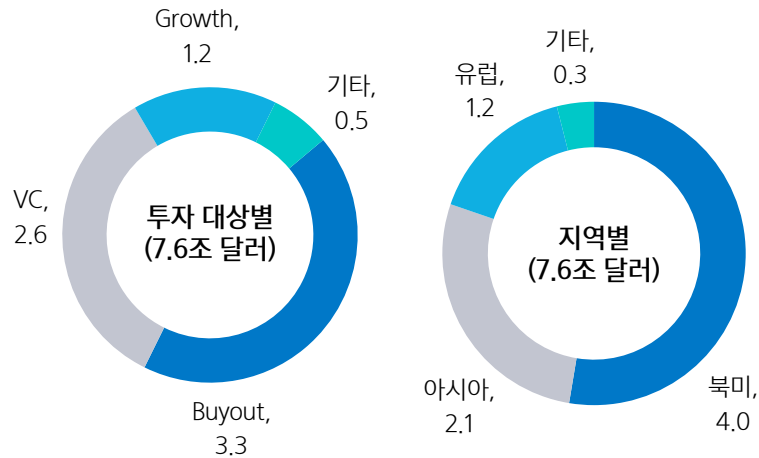
참고: 2023년 6월 말 기준

자료: Yale Investment Office, 삼성증권

Overview 지역별 특징

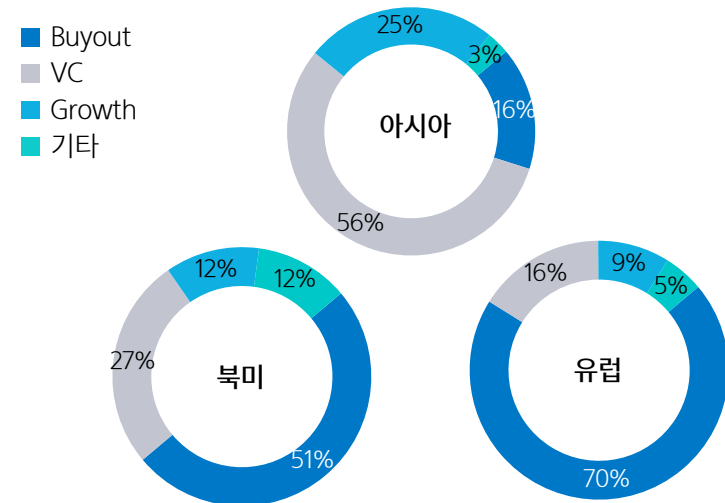
- 북미와 유럽은 바이아웃 중심, 아시아는 VC 중심
 - 북미와 유럽은 가족이나 기업가가 소유한 기업에 투자해 기업가치를 개선시킨 뒤 상위시장(upper-mid/large)에 매각 용이
 - 이 경우 라지캡 PE가 전략적 투자자와 경쟁하는 일이 많아 프리미엄을 더해 투자금 회수가 가능한 구조
- 아시아는 해외 브랜드 자리를 현지 브랜드가 대신하고 인구 구조 변화 등 뚜렷한 트렌드로 시장을 빠르게 장악할 잠재력이 있는 초고속 성장 기업 발굴이 용이 (예: 인도, 중국으로부터 공급망 이전 수혜)

글로벌 PEF 투자 대상별, 지역별 구분



자료: PWC, Preqin

지역별 PE의 투자 대상

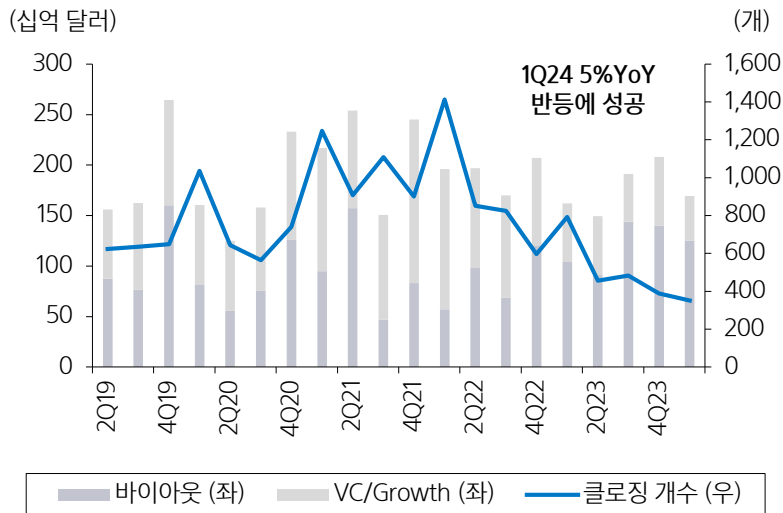


자료: PWC, Preqin

신규 자금 시장 경색 후 24년 들어 반등

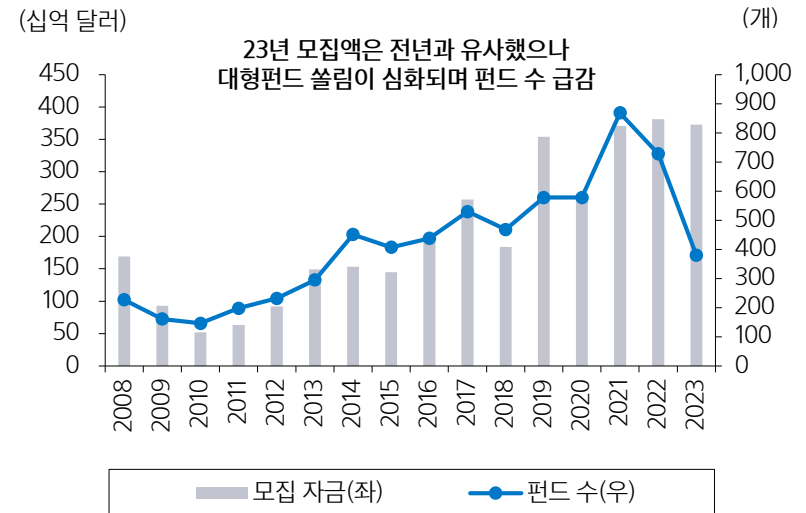
- PE의 밸류에이션 고점은 21년. 이후 금리 상승과 엄격한 신용조건으로 시장 둔화. 22년을 고점으로 PE의 신규 모집액 감소
- 전 지역에서 자금 모집이 감소했으나 강달러로 북미의 타격은 가장 덜한 편, 아시아는 5년 연속 모집액 감소하며 13년 수준 회귀
 - 중국의 모집 자금 급감에 기인(17년 아시아 PEF 내 비중 85%→ 22년 이후 46%)
 - 23년 미국 PEF의 신규 자금 모집액은 전년과 큰 차이는 없었으나 대형펀드의 쏠림이 가속화되며 클로징 펀드 수는 급감
- 24년 들어 글로벌 PEF의 자금 모집은 반등, 2분기부터 회복세

글로벌 PEF의 신규 자금 모집



자료: Preqin, 삼성증권

미국 PEF의 신규 자금 모집

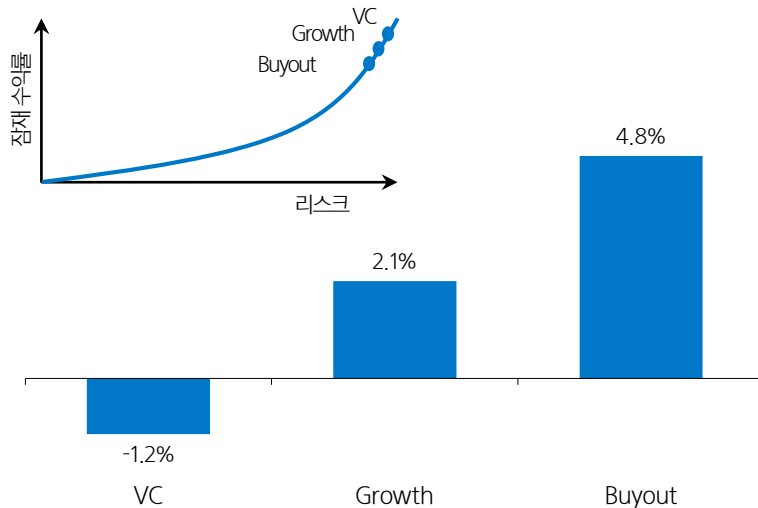


자료: Pitchbook, 삼성증권

성과 단계별 차이 확대

- 23년 PE별 성과는 바이아웃 펀드가 가장 우수, VC는 (-) 성과, 리스크가 큰 초기 단계일수록 성과가 저조
- PE의 드라이파우더(투자 가능 자금)는 충분하나 기업들의 자금 조달 여건 악화로 디폴트 가능성 증대, IPO 시 밸류에이션 급락 리스크 상승
- 일반적으로 PE는 10~12년간 자금을 투자하고 초기 5~6년간 자본 투자가 집중됨
 - 이 시기가 고금리라면 타격이 크지만 레버리지 수준은 예전보다 낮아져(13년 차입 비율 60%→ 현재 35%) 수익 추구 여력 잔존
- 글로벌 PE의 엑시트는 전반적으로 급감했지만 일본과 인도의 IPO 시장은 23년부터 이례적 강세로 엑시트 원활

2023년 상반기 PE의 카테고리별 성과 차이 확대



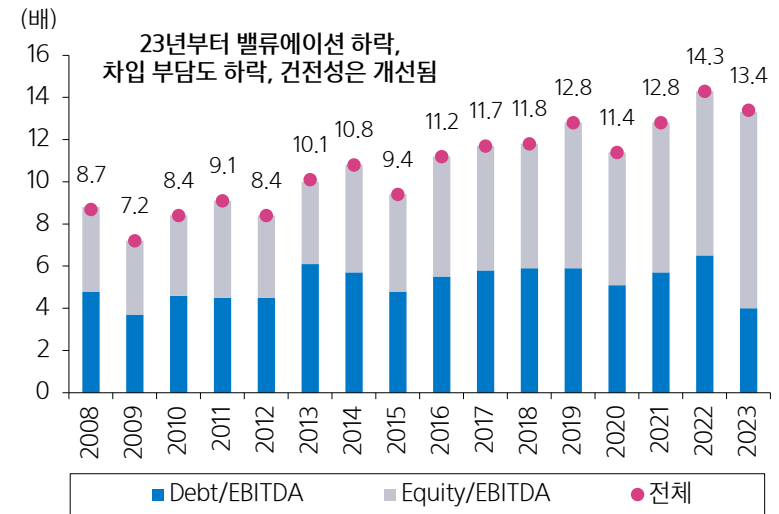
참고: 23년 6월 말 기준

바이아웃-최소 50%(보통 80-100%)의 지분 투자, 경영권 인수

Growth-10-20%대 지분 취득, VC-다수의 회사에 소액 투자

자료: Burgiss, Franklin Templeton, 삼성증권

미국 바이아웃 딜의 EBITDA 배수



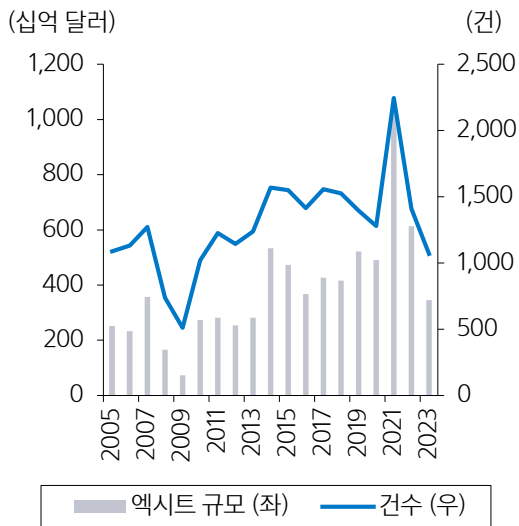
참고: 23년 6월 말 기준

자료: Pitchbook, 삼성증권

바이아웃 출구 전략 마비

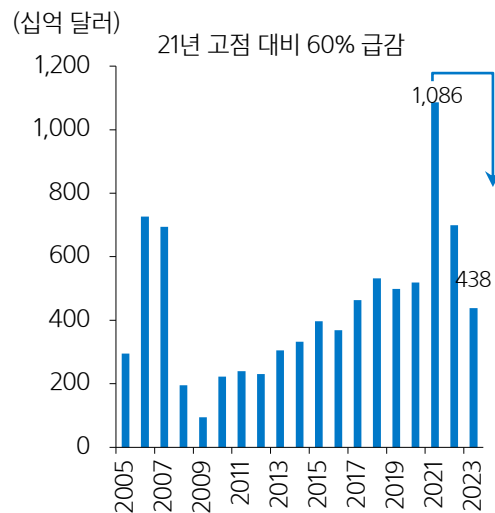
- PE를 대표하는 형태는 바이아웃 딜로 PE의 43% 차지. 인수 합병, 구조조정 등으로 기업가치 제고 후 IPO나 매각으로 투자금 회수
- 70년대부터 고성장해 현재 글로벌 바이아웃의 AUM은 3조 달러를 상회하나 23년부터 엑시트가 어려워지며 LP들은 비중 축소세
- 23년, 바이아웃 딜 거래는 전년 대비 37% 감소했고 신규 자금 모집도 급감했으나, 24년 2분기부터 밸류에이션이 낮아지며 실적 반등
- 레버리지 부족으로 50억 달러 이상 대형 바이아웃 딜은 절반으로 급감, 평균 거래액은 7.8억 달러로 하락(21년 최고치 10억 달러)
- 드라이파우더 규모는 1.2조 달러로 역대 최고, 특히 4년 이상 연령의 드라이파우더 비중이 26%로 거래 압박이 심화될 것

글로벌 바이아웃 엑시트 실적



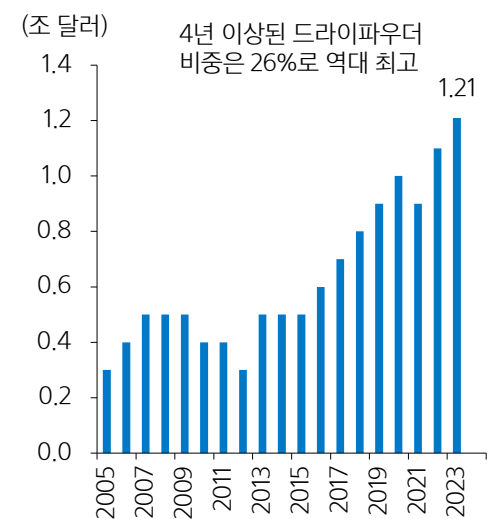
참고: 23년vs 과거 평균 5년 비교 시 거래 방식별 변화율은
IPO: -80%, 스폰서-스폰서(PEF 간 거래): -59%,
스폰서-기업 거래: -32%
자료: Daelogic, 삼성증권

글로벌 바이아웃 딜 거래액 추이



참고: 애드온 거래 제외
자료: Daelogic, 삼성증권

글로벌 바이아웃 펀드의 드라이파우더



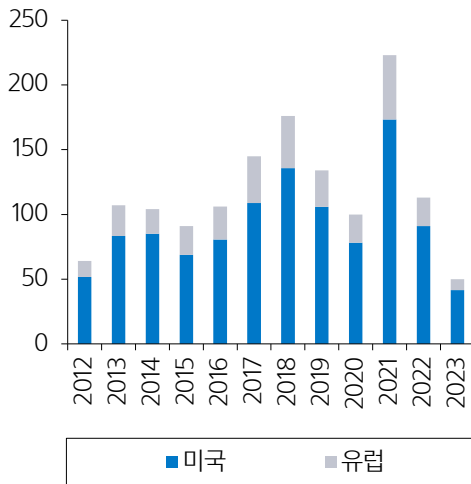
참고: 바이아웃 펀드는 대체투자 드라이파우더의 31% 차지
자료: Preqin, 베인앤컴퍼니, 삼성증권

바이아웃 딜 IT→산업재 비중 증가

- LBO 금리 급등으로 바이아웃 거래자금 조달이 어려워짐. 미국의 신디케이트 대출금리는 11%, 유럽은 9%로 10년 만의 최고치
- 바이아웃 딜은 시장을 주도했던 테크 산업의 비중이 줄고(18년 28%→ 23년 24%) 현금흐름 가시성이 높은 산업재 비중 증가
- 오래된 빈티지일수록 엑시트에 어려움, 저금리에 높은 차입 비율로 투자된 자산은 밸류에이션 하락, 반면 새로운 빈티지는 회복력 ↑
- 23년 글로벌 바이아웃 딜에서 4년 이상 연령은 46%로 12년 이후 최대, 5년 이상 연령도 전년 대비 18% 증가, 밸류에이션 이견 때문
 - MSCI에 따르면 6년 전 인수한 회사의 36%가 이제 BEP에 도달했거나 그 이하, 전반적으로 4년 이상 연령 회사의 70%는 낮은 성과

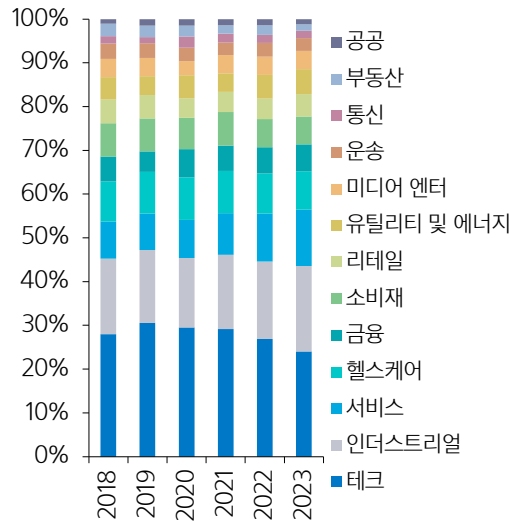
유럽과 미국의 LBO 대출 발행액

(십억 달러)



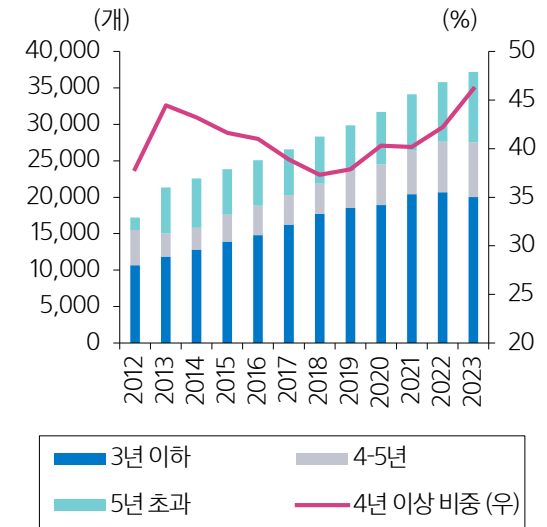
자료: Dealogic, 삼성증권

글로벌 바이아웃 딜 섹터별 추이



자료: Dealogic, 베인앤컴퍼니, 삼성증권

글로벌 바이아웃 포트폴리오- 투자 연령별 비중

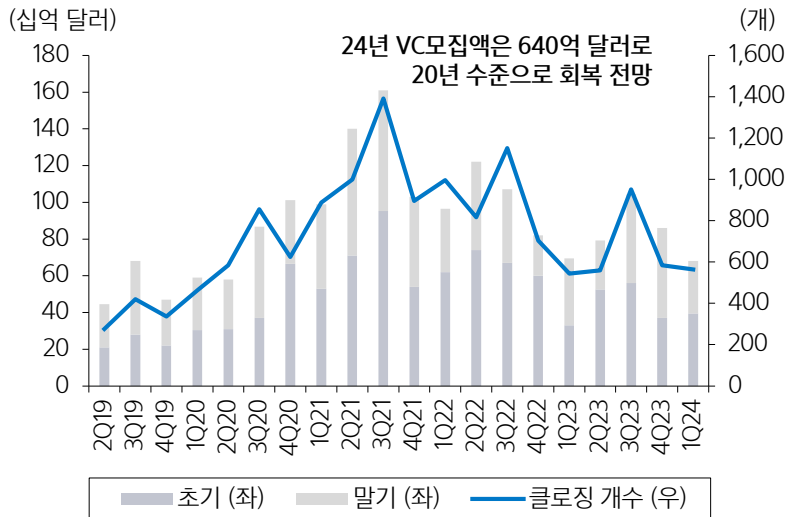


자료: Preqin, 베인앤컴퍼니, 삼성증권

VC 밸류를 낮추는 스타트업

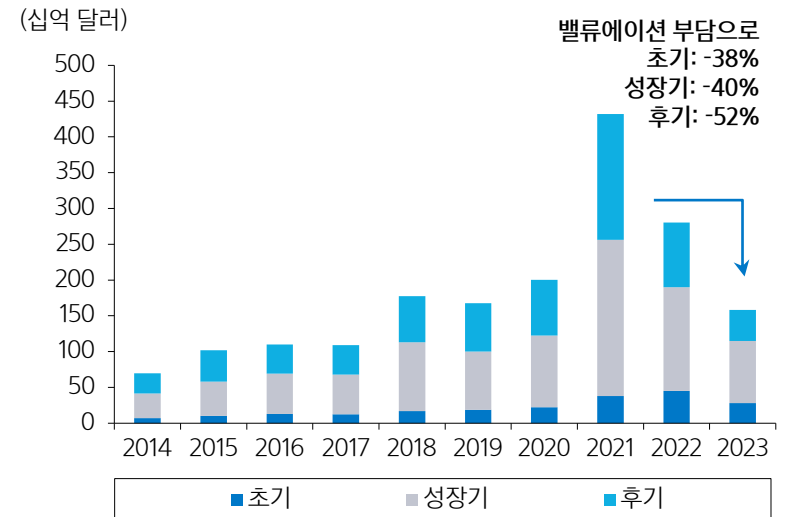
- 글로벌 PE/VC의 AUM에서 VC 비중은 17년 21%→ 22년 34%로 꾸준히 성장, 아시아 중심
- VC는 지난 2년간 급격한 침체를 겪음, Preqin의 VC 인덱스(total return)는 23년 9월 기준, 21년 말 대비 22.8% 하락
- 미국 VC는 테크기업의 주가 부진으로 IPO 동력 상실, VC 딜 거래는 19년 수준으로 회귀 중이나 23년 엑시트는 548억 달러로 10년 만의 최저, 특히 대형 엑시트 거래 속도가 크게 둔화, 신규 자금 모집이 어려워지며 VC들은 브릿지 자금 필요 증가
- 스타트업들은 밸류를 낮추고 VC들은 까다로운 운용에 나섬, 그 결과 24년의 VC 빈티지는 매력적 투자자산이 될 가능성

미국 VC 자금 모집 현황



자료: Pitchbook, 삼성증권

VC 단계별 투자금 집행 현황

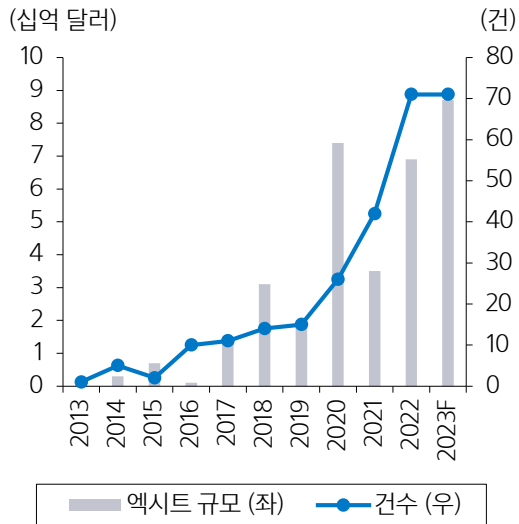


자료: Pitchbook, 삼성증권

전략 변화 ① 컨티뉴에이션 펀드 및 애드온

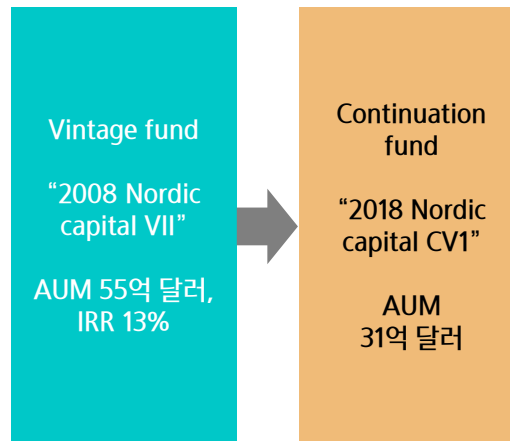
- 23년 미국 PE시장은 저조한 엑시트와 7.6%의 낮은 AUM 회전율로 자금 회수가 어려워지며 신규 펀드 모집도 저조
- 유동성 확보를 위해 세컨더리 시장에서 단일 자산 포트폴리오를 구성하는 컨티뉴에이션 펀드의 활용이 높아지는 추세, GP 주도
 - 기존 PE의 GP를 유지하되 기존 펀드가 보유한 자산을 신규 펀드로 이전하는 전략, 이를 통해 가치 상승까지 시간 확보
 - LP는 엑시트 혹은 투자 연장의 선택지 확보. 컨티뉴에이션 펀드는 특정 자산의 장기 보유 및 재투자를 위한 수단으로 인식
- 애드온 거래도 급증하기 시작, 20년부터 글로벌 애드온 거래에서 4회 차 이상 비중은 40%를 넘어서기 시작하며 부담

컨티뉴에이션 펀드를 통한 PE 엑시트



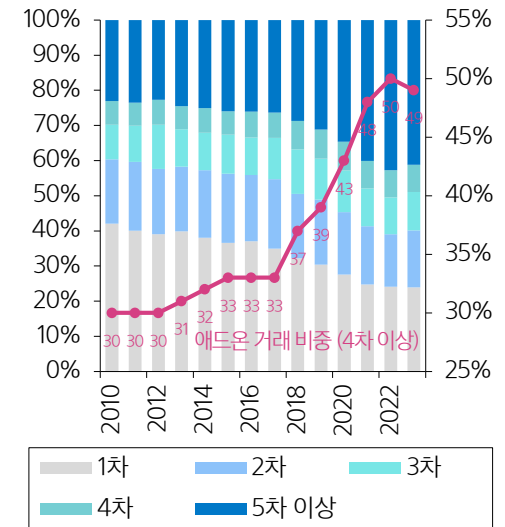
자료: Pitchbook

Nordic capital의 컨티뉴에이션 펀드 예



자료: Nordic capital

글로벌 애드온 회차별 거래 비중

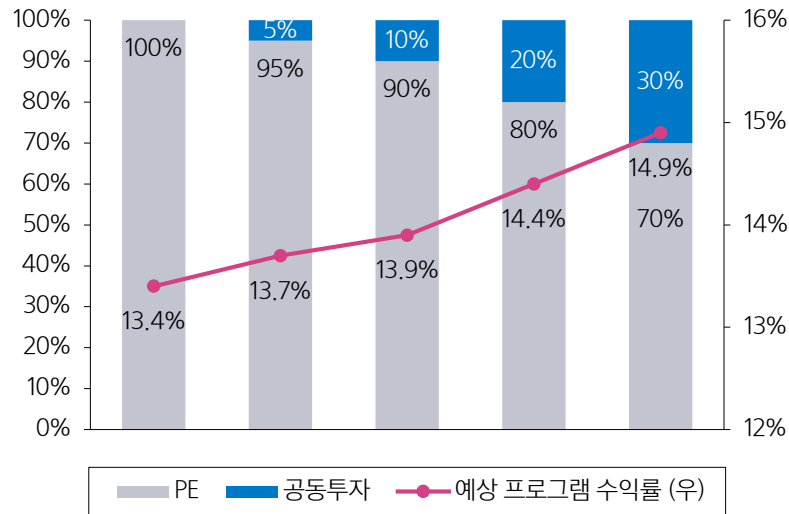


자료: Pitchbook

전략 변화 ② 공동 투자(Co-investment)

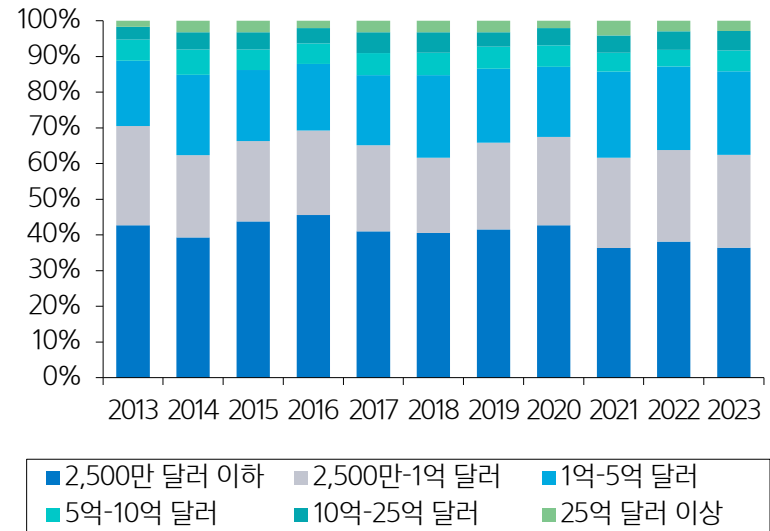
- 공동 투자: 다수의 투자자가 단일 투자 기회에 참여, LP에게 광범위한 투자 기회, 양질의 딜이라는 장점으로 사모 시장에서 빠르게 성장
- GP 위주이던 시장이 LP 위주로 급전환하며 자금 모집이 어려워진 GP는 공동 투자를 최대한 활용하려는 추세
- 시장 혼란기에 매력적 전략, 특히 중소 규모의 딜에 효과적. 23년 공동 투자가 포함된 PE 거래의 86%가 5억 달러 미만의 딜
 - 일반 프라이머리 펀드 대비 비즈니스 모델과 섹터, 지역, GP에 걸쳐 다양한 투자 기회와 분산 투자
 - 바이아웃 펀드 대비 수수료가 낮고 빠른 자금 조달의 장점. 공동 투자 펀드의 자금 조달 기간은 8개월(vs 일반 PEF 22개월)

공동 투자 비율 변화에 따른 PE 포트폴리오 수익률 시뮬레이션



참고: 지난 25년간 1,043개의 미국 VC펀드, 443개 글로벌 사모 펀드 대상으로 지수화, 100% PEF일 경우 13.4%의 IRR을 보였다면 공동 투자 100% 배분 시 수익률은 500bp 높은 것으로 시뮬레이션 결과가 산출됨
자료: Cambridge associates

딜 규모별 공동 투자 비중 - 중소 딜일수록 효과적

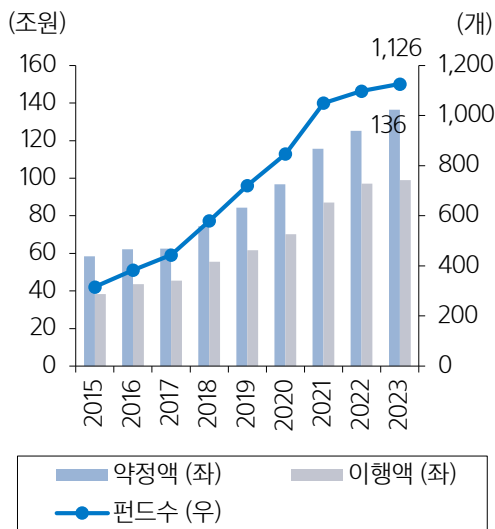


참고: 2023년 11월 15일 기준
자료: Pitchbook

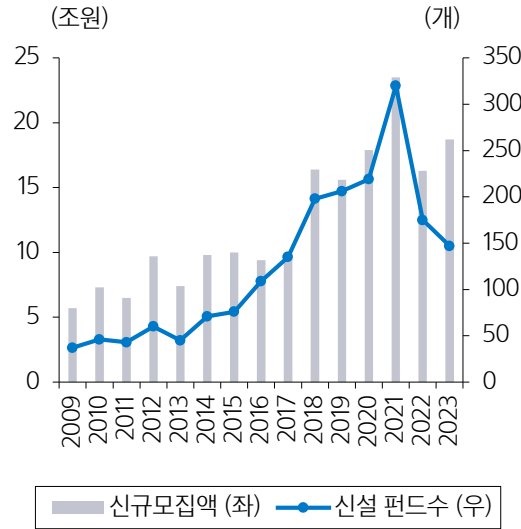
136조원의 시장 자본시장법 개정 후 급성장

- 23년 말 국내 기관 전용 PEF 개수는 1,098개, AUM 136조원으로 고금리에도 증가세를 유지했으나 투자 집행액은 33조로 12% 감소
- 국내 PEF의 투자 대상은 제조업 등 5개 업종에 30조원(전체의 91%)이 집행됨, 특히 현금흐름이 확인되는 제조업 투자가 큰 폭 증가
- 23년 투자 회수액은 19조원으로 기관 전용 사모 펀드 제도 도입 이후 최고치 기록
- 18년부터 PEF가 대규모로 조성되기 시작해 운용기간 고려 시 당시 결성된 PEF의 회수 시기 미도래
 - 엑시트가 점차 어려워지는 현 상황 고려 시 향후 이들 딜의 세컨더리 딜 활성화 예상

국내 기관 전용 PEF의 약정액(AUM) 및 이행액 국내 PEF의 신규 자금 모집 현황

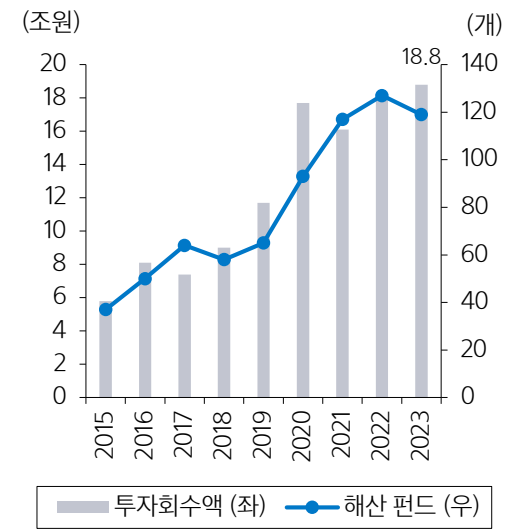


자료: 금융감독원, 삼성증권



자료: 금융감독원, 삼성증권

기관 전용 사모 펀드의 투자 회수액과 해산

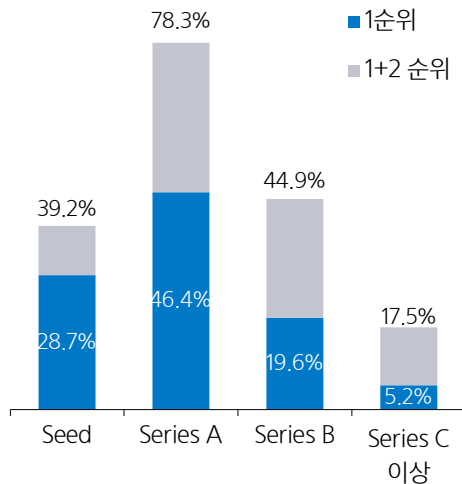


자료: 금융감독원, 삼성증권

밸류에이션 부담: Seed 단계 선호

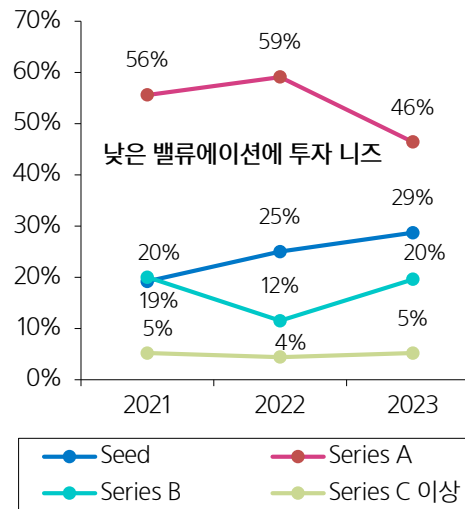
- 국내 VC는 대체로 시리즈 A 이하 투자를 선호. 액셀러레이터는 Seed를 최선호, 창투사는 시리즈 B, 신기사는 시리즈B 이상을 선호
 - Seed 투자 단계의 선호도는 점진적으로 증가. 전반적으로 기존에 선호하던 투자 단계에서 한 단계 낮춰서 투자를 검토하는 추세
- 지난 1~2년간 국내 VC에서 투자가 진행된 업종은 ICT 서비스(AI/빅데이터), 바이오/의료, 유통/서비스, 전기/기계/장비 순
 - ICT 서비스(AI/빅데이터): 실적 창출 기업 부재, 바이오/의료는 기술 특례 상장의 규제로 회수 가능성과 밸류에이션 하락
 - ICT 제조: 국내 반도체 시장이 커지고 있어 관련 기업에 대한 성장성 부각 추세

VC들이 선호하는 투자 단계 조사



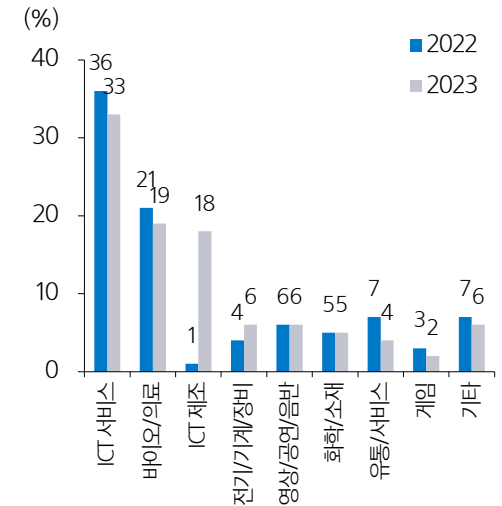
자료: 벤처금융연구원

헬스케어의 투자 단계 비중- Seed 단계 상승



자료: 벤처금융연구원

투자 진행 업종 비중



자료: 벤처금융연구원

토종 PEF 부상 대형 운용사 집중도 강화

- 국내 PE의 GP는 415개사로 지속 증가, 21년 자본시장법 개정 이후 PEF 운용사와 자산운용사의 업권 간 경계가 허물어지고 있음
- 대형 GP에 자금 집중도 심화, 상위 10개사 비중 40%, 중소PEF들은 상호금융과 제2 금융권의 LP 기능이 사라져 어려움
 - 한앤컴퍼니: 7월 4.7조 규모의 바이아웃 펀드(4호 블라인드) 결성, 목표치를 크게 상회하며 최대 플래그십 펀드가 됨
- 22년 메디트인수전, 23년 SK팜테코 딜을 계기로 국내 PEF 위주의 경쟁으로 변모
 - 해외 PEF는 위축되고 국내에서 PE 딜보다 장기적으로 안정적 성과를 낼 수 있는 부동산/인프라 성격 거래에 집중하는 추세

국내 기관 전용 PEF의 AUM Top 15

순위	GP(운용사)	AUM(십억원)
1	한앤컴퍼니	10,976
2	MBK 파트너스	10,728
3	스틱인베스트먼트	6,251
4	IMM PE	5,532
5	IMM 인베스트먼트	5,170
6	연합자산관리 (유암코)	3,393
7	산업은행	3,021
8	맥쿼리자산운용	2,594
9	스카이라이크에쿼티파트너스	2,525
10	한국투자 PE	2,475
11	소프트뱅크벤처스	2,407
12	JKL 파트너스	2,292
13	스톤브릿지캐피탈	2,278
14	VIG 파트너스	2,200
15	UCK 파트너스	1,813

참고: 23년 3월 말 기준
자료: 금융감독원, 삼성증권

자산운용사와 PEF 간 확장 사례

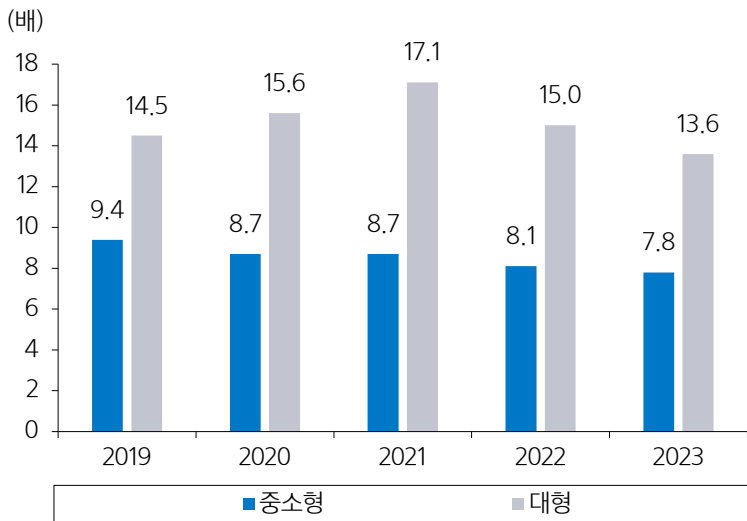
자산운용사/PEF	계열 PEF/ 자산운용사
VIG 파트너스	VIG얼터너티브크레딧
스톤브릿지캐피탈	스톤브릿지자산운용
IMM PE	IMM 크레딧앤솔루션, IMM 자산운용
이지스자산운용	이지스투자파트너스
마스턴자산운용	마스턴투자파트너스
브레인자산운용	케이와이 PE
코람코자산운용, 칸서스자산운용	내부 PE 조직 신설

참고: 21년 자본시장법 개정 후 헤지펀드와 경영 참여형 펀드 구분이 투자자 유형에 따라 일반 투자자-기관 전용 PEF로 구분됨, 기관 전용PEF에 투자할 수 있는 기관 투자자를 기관으로 한정하며 여기에서 제외된 중견 투자자를 포섭하기 위해 기관 전용 PEF가 일반 사모 펀드 시장에 진출
자료: 언론 보도, 삼성증권
www.samsungpop.com | 27

전망 현재 빈티지는 매력적

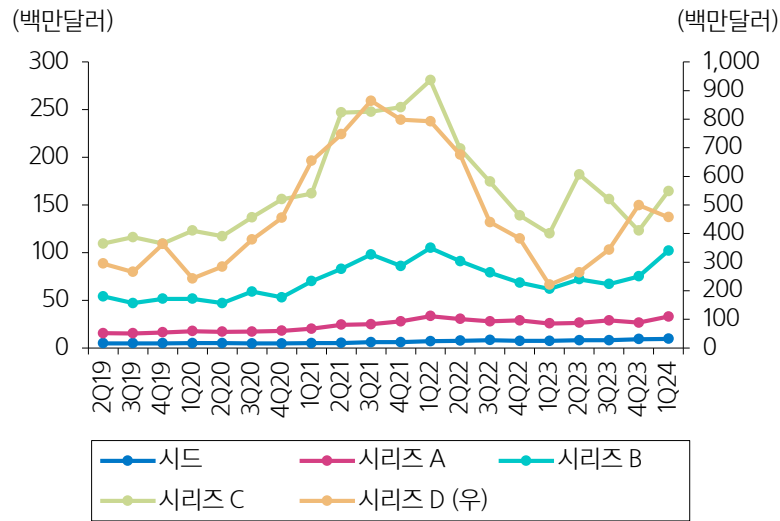
- 대형 PEF에 자금이 집중되며 중소PEF에 기회, 자금 모집과 성과는 반비례하는 경우가 많은 데다 중소 바이아웃의 밸류에이션 매력↑
- Growth와 벤처펀드는 코로나19 당시를 여전히 하회하는 밸류에이션이나 최근 시리즈D를 제외한 모든 단계에서 밸류에이션 회복세
 - Lower-mid마켓(중소 시장) 매력도 상승, 외부 시장 민감도가 낮아 어려운 시장하에서도 고유의 기업가치 개선이 용이
 - 시드/초기단계 VC 시장은 AI/에너지/생명공학이 혁신을 주도하며 엄격한 자금 환경하에 보수적인 가치 평가가 이뤄짐
- 본격적인 회복기는 25년 이후로 예상. 회복기에는 새로운 테마가 시장을 주도할 전망. 생성형 AI와 같은 혁신이 새로운 기회 창출

바이아웃 밸류에이션(EV/EBITDA 멀티플)

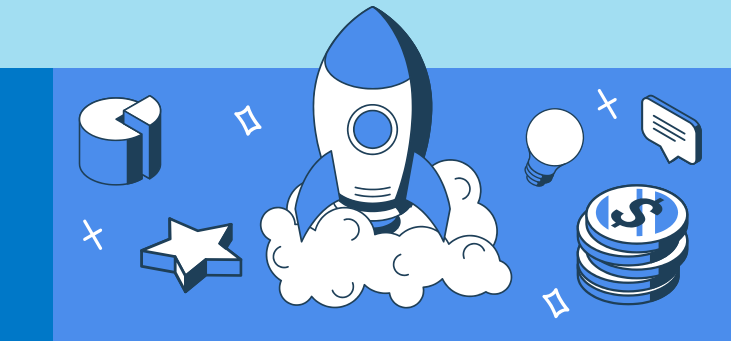


참고: 24년 5월 기준, 중소형 딜은 EV 10억 달러 미만, 대형 딜은 10억 달러 이상
자료: 슈로더캐피탈

글로벌 PE/VC의 단계별 밸류에이션- 시리즈D 제외,회복세



자료: 슈로더캐피탈



PART 03

사모 대출(Private debt)

사모 대출 성장의 배경

- PDF(Private debt fund):대출형 사모 펀드, 사모부채펀드, 사모신용펀드(PCF) 등으로 혼용돼 지칭되며 금융위기를 거치며 태동
- 전통 은행의 자본규제 강화가 미들마켓(중소기업 대출시장) 비중을 축소, 이 갭을 메꾼 것이 비은행 금융기관을 통한 사모 대출
 - 도드프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법, 바젤III 등 북미와 유럽에서 전통 은행 대출의 가이드라인 강화
- 고금리가 닥치며 제2의 성장, 대출시장의 다양화에 기여
 - 특히 23년 SVB 사태가 오히려 기회가 됨. 리파이낸싱이 어려워지며 사모 대출은 더 유리한 위치에 서게 되었기 때문

글로벌 사모 대출시장 유형별 비중 (23년)



자료: Preqin, 삼성증권

사모 대출의 특성

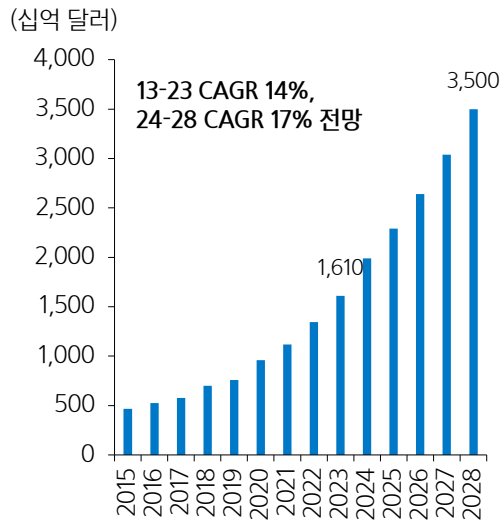
높은 리스크	신용등급 낮음 (보통 신용등급 없음)
차주	기업가치 5,000만-10억 달러 규모의 '하위 및 중간 시장'
스폰서	PE 스폰서 또는 스폰서 없는 형태 혼합
프라이머리(1차) 마켓	직접대출: 대규모 투자자 그룹에 광범위하게 신디케이트론 형태가 아닌, 사모 형태로 마련
세컨더리(2차) 마켓	존재하나 아직 유동성은 낮음
수익률	IRR 6-20%
자금 조달	일반적으로 폐쇄형, 지정된 투자기간 및 수익률이 있는 LP 중심

자료: 삼성증권

23년 유일한 성장섹터 고금리로 부상

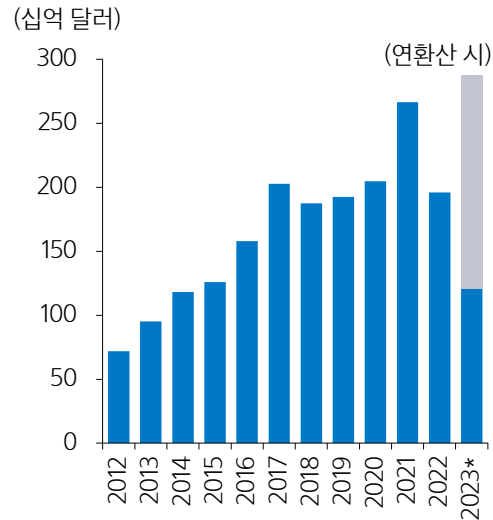
- 글로벌 사모 대출AUM은 23년 1.6조 달러로 사모 대체투자 AUM의 12%이며 28년 3.5조 달러로 성장할 전망(연평균 15%)
- 사모 대출시장은 23년 대체시장에서 두번째로 큰 자산군으로 부상
 - 대체투자 전 섹터에서 자금 모집이 급감한 가운데 사모 대출은 23년 7월까지 자금 모집액이 전년 대비 10% 증가하며 가장 견조
- 미 기준금리(연 5%)에 300-700bp의 가산금리를 설정(vs 하이일드채권 8.5%, 레버리지론 인덱스펀드 8.7%)해 강력한 성과
- 23년 중견기업의 신디케이트론 시장이 막히며 직접 대출 비중은 84%까지 상승

글로벌 사모 대출 AUM- 23년 1.6조 달러



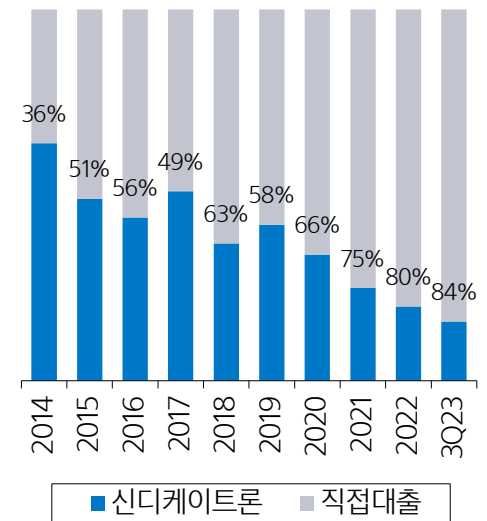
자료: Blackrock(전망치), Preqin(과거 수치)

글로벌 사모 대출 펀드 모집액



참고: 23년 7월 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

미국 중견기업의 LBO 대출 발행액 구분



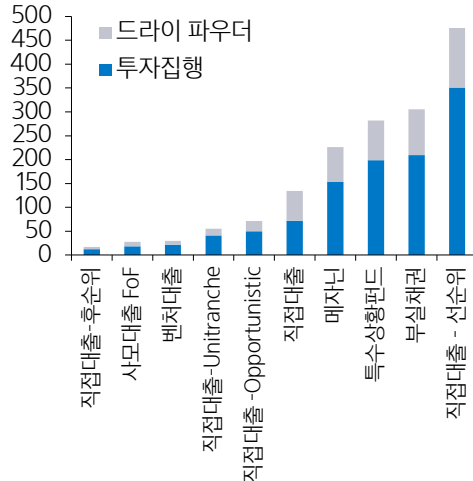
자료: Blackrock, Pitchbook, 23년 9월 기준

대출전략과 투자자 다양화

- 주요 시장은 미국으로 글로벌 사모 대출 AUM의 58%를 차지, 최대 비중은 직접 대출(Direct lending)으로 AUM의 46%
 - 이를 넘어 부실 채권, VC 대출 등 다양한 전략 도입, 미미하던 VC 대출은 equity로 자금을 조달해 온 스타트업의 주요 조달원으로 등장
- 대체로 신용등급이 낮아 은행 대출이 어렵지만 성장성이 큰 스타트업, 비상장 기업, 구조조정 후 정상화 단계 기업 등이 차주, 기업 주식을 선순위 담보로 잡아 대출하며 변동금리 구조라 고금리에 방어적인 데다 은행 대출 대비 신속한 대출이 가능
- 사모 대출의 LP도 연기금, 패밀리오피스, 재단, 보험사 등 다양화 추세, 기관의 운용자산에서 사모 대출 비중은 22년 5.2%→23년 6.1%

글로벌 사모 대출 펀드 전략별 비중 -다양화

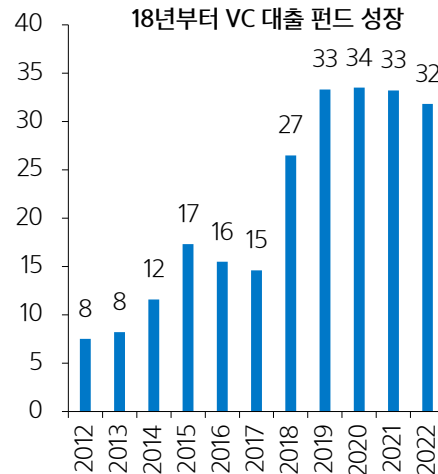
(십억 달러)



자료: Preqin, Blackrock, 23년 6월 기준
참고: 부동산과 인프라 대출은 제외

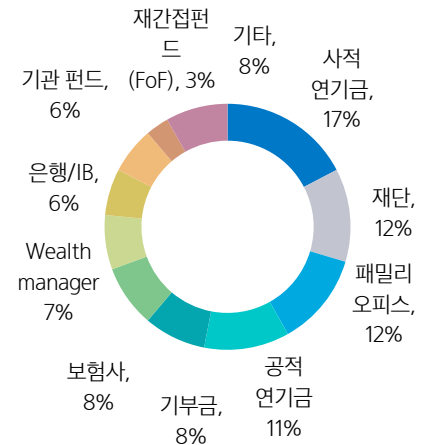
미국 VC 대출 펀드 모집액

(십억 달러)



자료: Pitchbook, 삼성증권

글로벌 대출 펀드 LP 역시 다양화

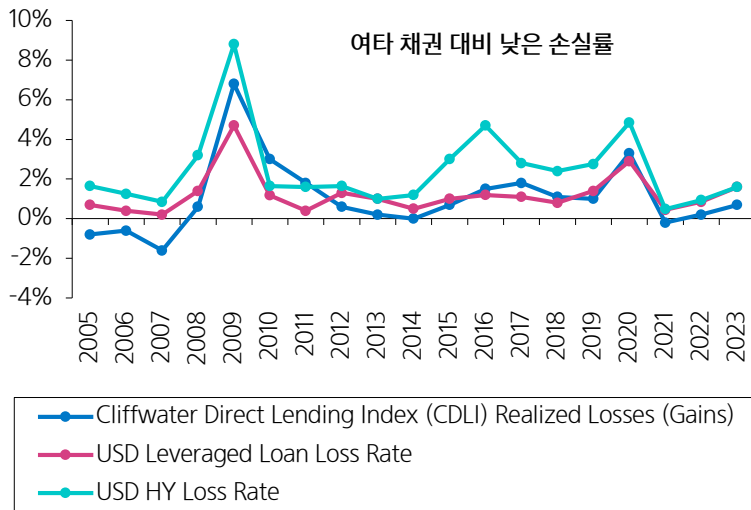


참고: 22년 말 기준, 기타는 일반 기업, 정부 기관, 투자 기관, 퇴직연금 등
자료: Blackrock, Preqin, 삼성증권

① Direct loan(직접 대출) 낮은 손실률

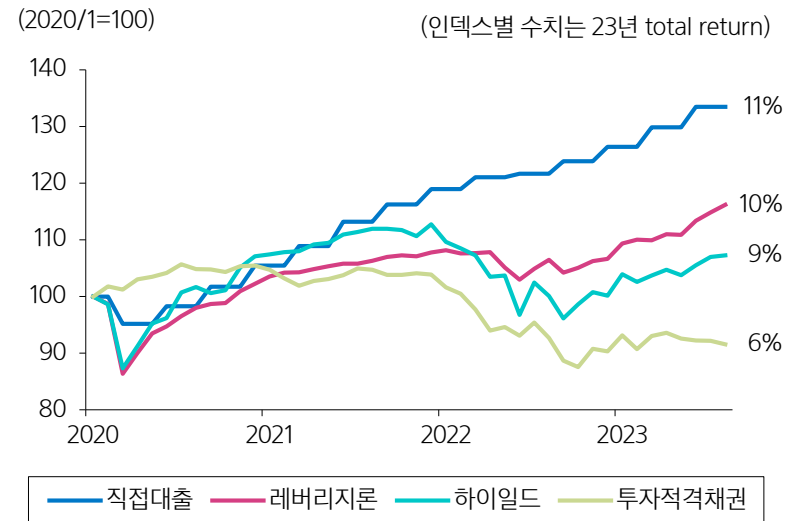
- 코로나19 이후 미국 직접 대출은 하이일드채권, 레버리지 대출, 적격 투자등급 채권 등 타 채권을 상회하는 강한 수익률을 보임
- 직접 대출은 주식을 담보로 잡으며 변동금리 구조, 차주와 대주가 직접 거래(일반적으로 중소 기업)
 - 세컨더리 시장에서 주로 거래돼 다수의 투자자에게 판매하는 신디케이트론과 다름
- 신디론과 달리 만기 보유를 가정하므로 낮은 변동성, 높은 수익률의 특징. 그만큼 높은 자금 조달 비용에도 최근 채무 불이행률 하락
- 높은 금리 수준과 경기 둔화 가정 시 직접 대출의 성과는 양호할 전망, LTV도 과거 70%→ 40~50%로 하락하며 건전성 강화

채권별 손실률- 직접 대출의 건전성 개선



자료: Blackrock, Moody's, Cliffwater, 삼성증권

미국 대출 채권별 성과- 직접 대출이 가장 우수

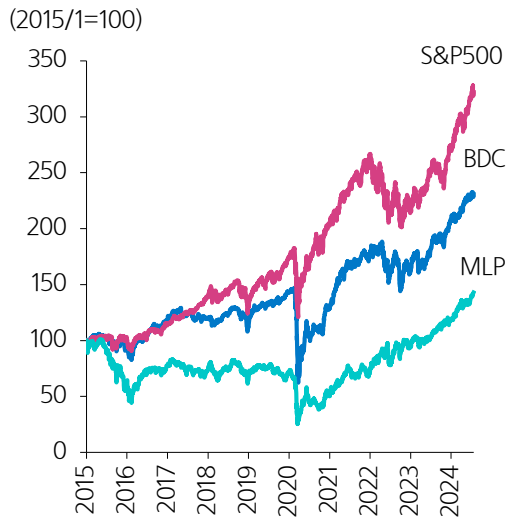


자료: Bloomberg, 삼성증권

② BDC(Business development company) 안정성 강화

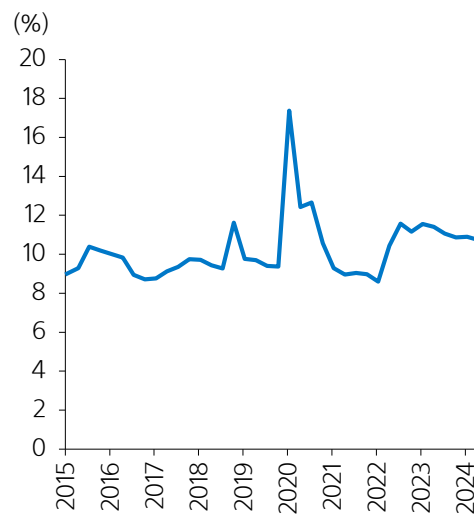
- BDC: 기업성장 집합투자기구, 미국에서 1980년 벤처기업 투자 확대 목적으로 도입, 민간 VC 및 벤처 부채 펀드와 유사
- 거래소에 상장되고 일정 운용 조건 충족 시 법인세를 면제받기 때문에 평균 10% 내외의 높은 배당수익률을 창출
 - AUM은 2,700억 달러, 15년 이후 평균 투자수익률 9.1%, 23년 BDC의 자금 모집액은 전년 대비 2배 증가
- 대부분 대출은 변동금리 구조로 고금리에 방어적. 선순위 대출 중심(2022년 업계 평균 77%)으로 구성되므로 안정성 제고

S&P BDC지수(total return)



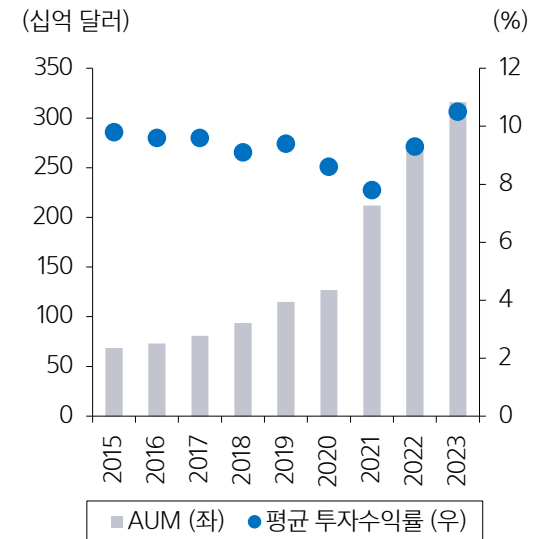
참고: 2023.5 삼성증권 ETF 전략팀 'BDC 소개'
자료: S&P Global, 삼성증권

BDC 평균 배당수익률



참고: 2023.5 삼성증권 ETF 전략팀 'BDC 소개'
자료: S&P Global, 삼성증권

BDC AUM 및 투자수익률



참고: 2023.5 삼성증권 ETF 전략팀 'BDC 소개'
자료: S&P Global, 삼성증권

③ 부동산 사모 대출 아시아 사모 대출의 중심

- 최근 부동산 부실화로 부동산 투자전략 중 하나로 사모 대출의 활용도가 높아짐, 특히 사모 대출 도입이 더딘 아시아 중심으로 확산
- 24년부터 미국 CRE 대출 만기가 집중되며 부동산 사모 대출 수요 증가, 전통 은행에서 대출이 어려워지며 자금 부족 해결 목표.
- 대형 사모 대출 펀드의 LTV는 약 60%로 높지 않으며 Net IRR은 10%대, 시장금리 대비 대출금리는 ~900bp의 할증
- 국내 LP들은 최근 부동산 equity 투자 비중을 낮추되 부동산 대출비중을 늘리는 추세, 주로 대출 블라인드 펀드 형태

국내 건설근로자공제회의 대출 블라인드 펀드 가이드라인 사례

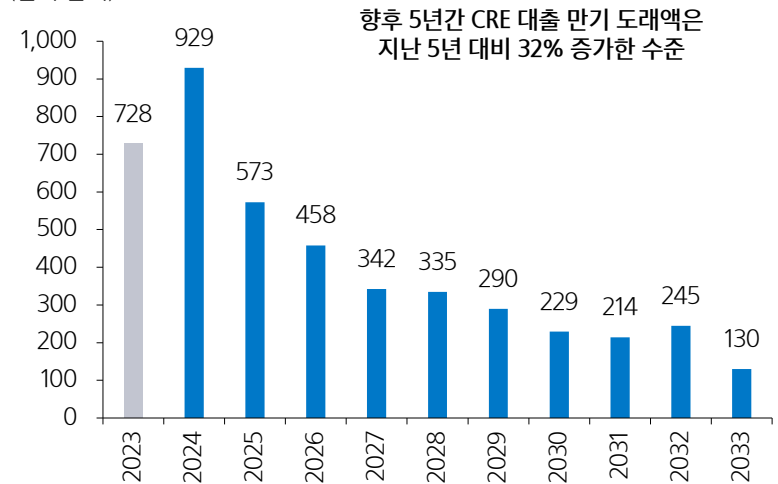
구분	펀드약정액 대비 비중	트랜치	LTV
실물담보대출	50% 이상	선순위 및 중순위 가능	선순위 65% 이하 중순위 75% 이하
개발사업PF	50% 이내	선순위만 가능	선순위 65% 이하 중순위 75% 이하
브릿지, 토지담보	불가		

최근 공제회는 오피스 담보대출과 PF 대출을 섞은 블라인드 펀드에 관심, 목표 수익률은 대체로 6%대 (브릿지론은 비선호)

참고: 목표수익률 6.0% 이상 (보수 차감 후)
위탁 운용 규모: 총 2천억원 이내, 운용사당 500억원 이내 4개 운용사 선정
자료: 건설근로자공제회, 삼성증권

미국 CRE대출 만기 집중으로 사모 대출 수요 증가

(십억 달러)

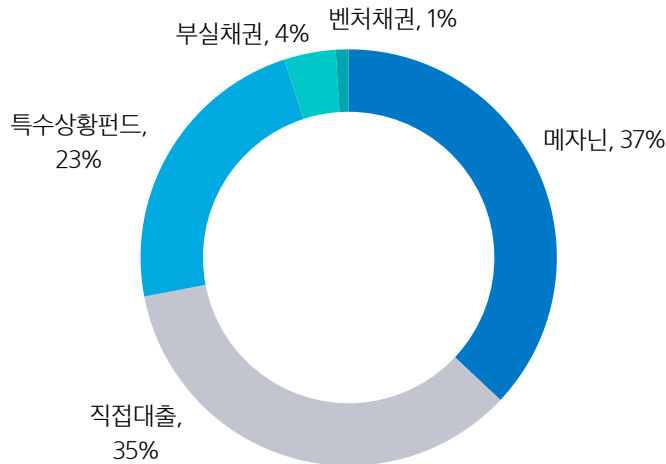


자료: MBA(은행모기지협회), 삼성증권

국내 GP PEF 운용사의 크레딧 시장 진출

- 21년 자본시장법 시행령 개정 후 사모 펀드 운용사의 대출 펀드 운용이 가능해지며 성장
 - 기존에는 전문투자형 사모 펀드 운용사에게만 개방된 분야였으나, 법적 제약이 사라지며 PEF 운용사의 크레딧 시장 본격 진출, GP급증
- 국내에서 조성된 사모 대출 펀드의 AUM은 약 20조원으로 추산, 22년부터 해외 사모 대출 운용사가 국내에 법인을 설립하며 본격 성장
 - 아폴로는 벨스타그룹과 합작법인 설립, KKR은 11억 달러의 아시아 크레딧 펀드 조성, 칼라일, 베인캐피탈 등 미국 PEF가 적극적
- 장기간 해외 부동산 투자에 집중하던 국내 기관은 최근 대출 펀드에 관심 전환, 대출의 특성상 안정성이 높기 때문

국내 사모 대출 유형별 비중



참고: 국내에 본사를 두며 국내 사모 대출에 투자하는 GP 기준 합산
 자료: 자본시장연구원, Preqin

PDF 시장에 진출한 대형 PEF 운용사들

구분	운용사	계열 PDF 운용사	비고
PEF 운용사	IMM PE	IMM크레딧 앤솔루션	전통적인 PEF 운용사가 PDF 전문 운용사 설립
	VIG 파트너스	VIG알터너티브 크레딧	24년 초 마이리얼트립 투자 1.5년 만에 투자금 회수, (BW 활용), 펀딩-투자-엑시트까지 모든 라운드를 경험한 최초의 운용사
	글랜우드PE	글랜우드크레딧	
	어펠마캐피탈	어펠마크레딧 솔루션즈코리아	
SSF 운용사	MBK파트너스		21년 18억 달러 규모의 크레딧 펀드 클로징
	스틱인베스트먼트		
	베인캐피탈		넓은 의미의 사모 대출 펀드 운용 혼용

자료: 삼성증권

국내 LP 대출 펀드 비중 상향

- 국내 기관은 해외 인수금융 기반, 우량 기업에 직접 대출 형태로 운용하는 상품 중심으로 사모 대출시장에 투자해 옴
- 연기금, 공제회는 대출 펀드 출자를 적극 검토 중, 고금리의 대응과 GP 다양화의 장점
 - 행정공제회: 기존의 해외 재간접펀드 출자 외에 국내 운용사의 대출 펀드에 출자 여부 검토
 - 교직원공제회: 총 운용자산의 50% 이상이 대체투자이며, 23년 대출 펀드 출자액은 1.8조원으로 PE 운용자산 3.3조원의 과반 이상
 - 사학연금: 전년 대비 1.2%p 상향한 26%를 대체투자로 구성, 23년 사모 대체투자 출자액 5,430억원, 대출 펀드 1,900억원

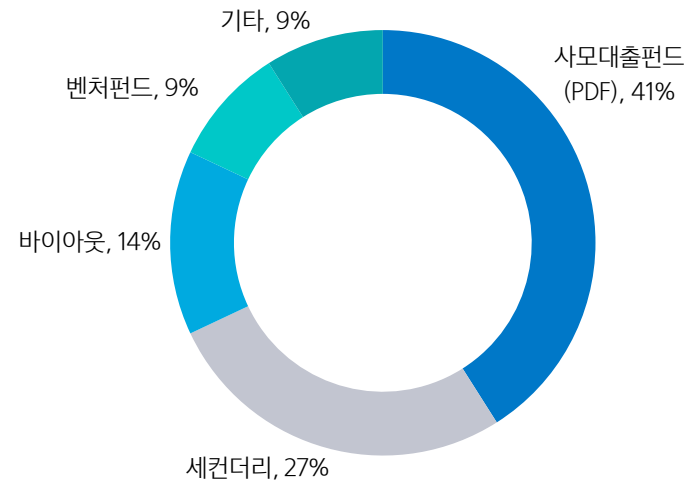
국내 연기금 및 공제회 대체투자 현황

	대체투자 비중(%)		PEF 출자액 (십억원)		PDF 출자 여부	
	2023	2024(계획)	2023	2024(계획)	2023	2024(계획)
한국교직원공제회	54.2	55.8	3,300	(상반기)900 (하반기)추후 결정	○	○
사학연금	24.8	26.0	543	자산배분계획에 따라 진행	○	○
우정사업본부 예금*	8.7	미공개	200	150	○	○
우정사업본부 보험*	13.1	미공개	350	미공개	○	○
군인공제회	39.3	39.6	200	미공개	○	검토
경찰공제회	60.0	60.0	미공개	미공개	-	검토
노란우산공제회	26.5	29.8	260	미공개	-	검토
행정공제회	78.0	76.0	미공개	미공개	-	△

참고: 23년 3분기 기준; 교공, 사학연금, 우본은 PDF 출자 기초를 24년에도 유지. 군공은 23년 예 이어 24년에도 PDF 진행 검토 중. 중소기업중앙회(노란우산공제회), 경찰공제회는 24년 신규 출자 검토

자료: 언론 보도

주요 기관 투자자의 대체투자 의향 서베이(23년 6월)

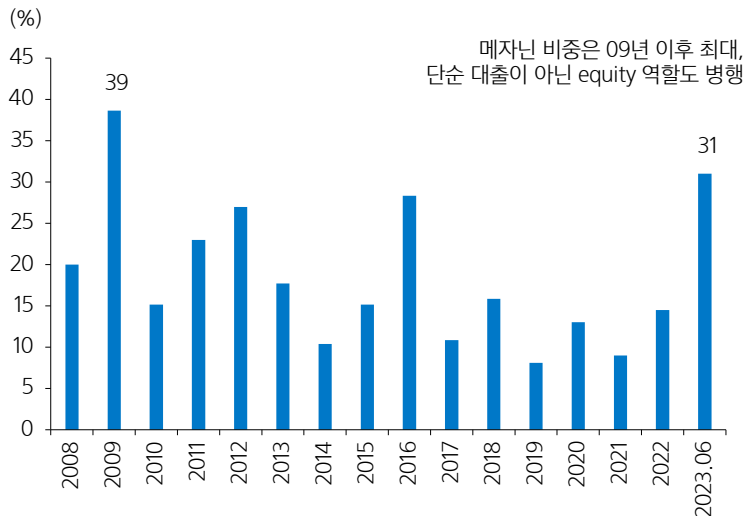


참고: 연기금·공제회·금융기관 관계자 29명 설문 22명 응답
자료: 언론 보도

전망 틈새시장에서 메인 시장으로

- 사모 대출시장의 경쟁 강도 강화 예상, 가산금리의 하락과 일부는 저렴한 신디케이트론 시장을 통해 리파이낸싱 가능성도 잠재
- 그러나 금리 인하에도 장기간 높은 금리가 지속될 가능성이 높은 데다 전통 대출이 하지 못하는 하이브리드 전략 활용으로 잠재력 풍부
- 사모 대출의 성장이 더뎠던 아시아는 새로운 성장기를 맞이할 전망. 부동산과 인프라 중심으로 도입 증가
 - 글로벌 PEF들은 사모 대출 비중이 대체투자의 4%에 불과(vs 유럽 16%, 미국 15%)한 아시아에 대형 사모 대출 펀드를 조성하는 추세
 - 비교적 엄격한 파산법 등 금융시장이 성숙한 일본/한국/싱가포르에 부실 채권, 하이브리드채권 등 정교한 전략 수행 계획
 - 국내에 활성화되기 시작한 사모 대출 펀드는 부동산, 특히 NPL성 거래(Special situation fund)에 초점

글로벌 사모 대출의 메자닌(하이브리드) 전략 증가

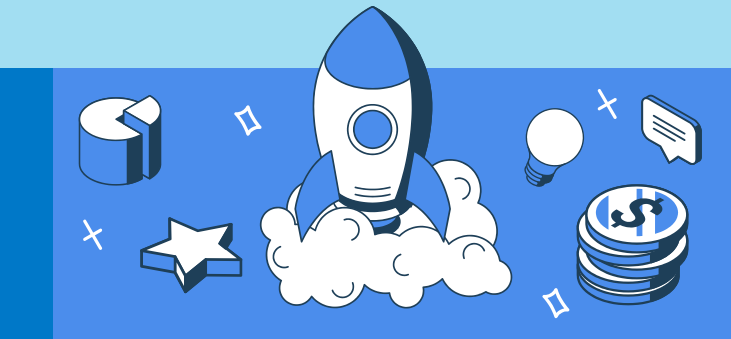


자료: Bain, 삼성증권

글로벌 PEF, 아시아 사모 대출 펀드 조성 시작

	펀드	운용자산 (십억 달러)	빈티지
1	PAG Loan fund V	2.6	2021
2	Bain capital special situations Asia II	2.1	2021
3	MBK Partners Special Situations II	1.8	2021
4	Apollo Asia Pacific Credit	1.3	2022
5	KKR Asia Credit Opportunities Fund	1.2	2022

자료: Preqin, 삼성증권



PART 04

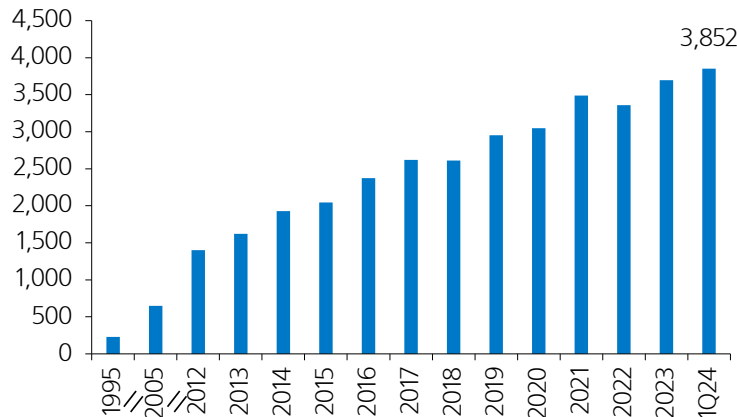
인프라

인프라 퇴직연금과 인프라 민영화로 성장

- 글로벌 인프라 시장 성장 요인은 경제 성장과 고령화, 인프라 운용 시장의 종주국은 호주
 - 92년 호주 정부가 퇴직연금 제도를 개편하며 의무 직업연금 도입, 장기 독과점적 현금흐름이 제공되는 인프라 투자가 최적
 - 이와 함께 도로, 공항 등 다양한 인프라를 민영화시켜, 현재 호주의 인프라 자산 규모는 2.4조 달러, 더불어 해외 인프라에도 투자
- 2000년대 세계 각국도 인프라 민영화 프로그램을 시작하며 인프라에 투자 기회가 열림
 - 그럼에도 현재 글로벌 인프라 자산에서 민간 비중은 13.3%에 불과해 높은 잠재력

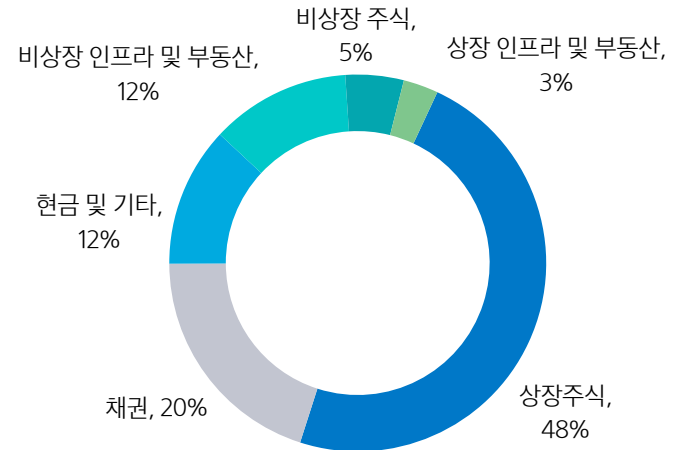
호주 퇴직연금 총 운용자산 규모

(십억 호주달러)



참고: 호주 퇴직연금은 superannuation으로 불리는 사적연금이지만 모든 근로자가 의무가입. 기업은 근로자 임금의 11%를 매월 퇴직연금에 적립, 24년 7월부터 11.5%, 25년 12%로 비율 상향, DC퇴직연금 제도로 연평균 수익률 8%대, 1천억 호주달러 자금을 운용하는 펀드만 7개, 이중 최대 규모는 호주 슈퍼(AustralianSuper)로 AUM은 3천억 호주달러, 2위는 호주 퇴직신탁(Australian Retirement Trust)로 2,550억 호주달러
자료: 호주건전성감독청(APRA), 삼성증권

호주 퇴직연금 펀드의 AUM 구성

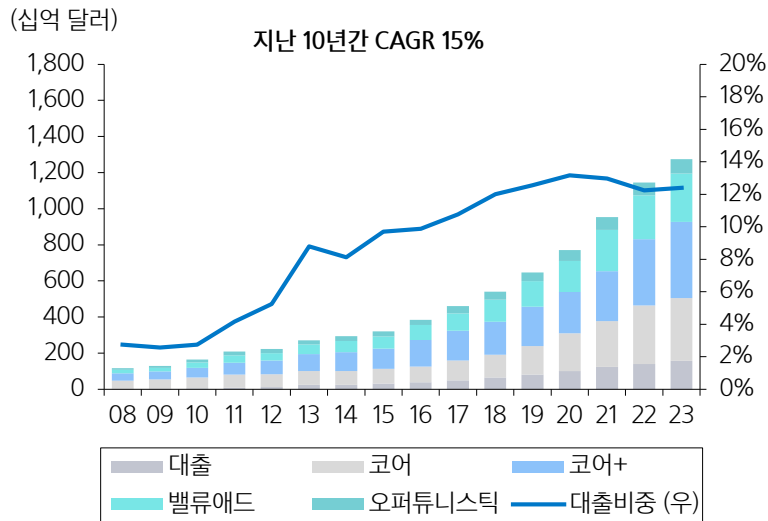


참고: 23년 9월 말 기준
자료: APRA, 삼성증권

시장 규모 지난 10년간 가장 빠른 성장

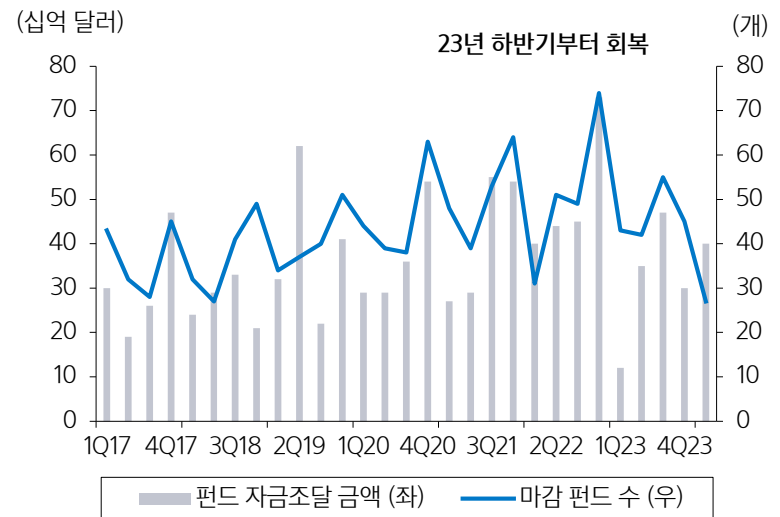
- 고금리와 인플레이션 헤지가 가능한 인프라자산에 관심 증대, 장기적이고 예측 가능한 현금흐름의 특성으로 낮은 다운사이드 리스크
- 글로벌 인프라펀드 AUM은 지난 10년간 2배 증가해 가장 빨리 성장한 자산클래스, 22년 1.1조 달러→ 28년 1.7조 달러 전망(Preqin)
 - 23년 상반기 자금 모집에서 인프라도 고금리의 역풍을 피하지 못했으나 상대적으로 빠른 반등, 3Q23부터 회복
- 대부분 사모 펀드 구조이나 최근 오픈엔드 및 상장 인프라 주식의 투자 증가 추세, 투자자들이 좀더 긴 기간 투자를 원하기 때문
 - 같은 맥락으로 세컨더리 활성화 추세, 인프라에서 세컨더리 비중은 현재 267억 달러(2%)이나 2028년 6배 성장한 1,580억 달러 전망

글로벌 사모인프라펀드 AUM 전략별 규모



참고: 23년 6월 말 기준
자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 인프라펀드 자금 모집 규모



자료: Preqin, 삼성증권

트렌드 대형 펀드로의 쏠림과 ESG

- 여타 자산과 마찬가지로 인프라도 대형 펀드에 자금 편중 심화, 23년 맥쿼리운용의 'MEIF7'와 KKR의 'AP 펀드' 모집은 조기 클로징
- MEIF 7은 100곳 이상의 연기금이 투자했고 AUM의 92%는 기존 투자자로 채움, 인프라가 발달한 호주의 국가적 특성이 반영됨
- 인프라펀드는 ESG 트렌드를 반영, 24년 상반기 ESG 펀드 모집액 550억 달러의 66%를 차지하는 메인 시장, 재생에너지 투자에 기인
 - 유럽은 글로벌 ESG 펀드 모집액의 68%를 차지하며 최대 비중, 20년 이후 ESG 펀드의 평균 IRR은 13.5%로 비ESG 펀드(15%)와 유사
- 유럽은 임팩트 펀드에서, 북미는 기후펀드에서 주도적 역할. 최근 캘퍼스는 향후 기후 펀드의 투자를 2배 늘리겠다고 밝힘

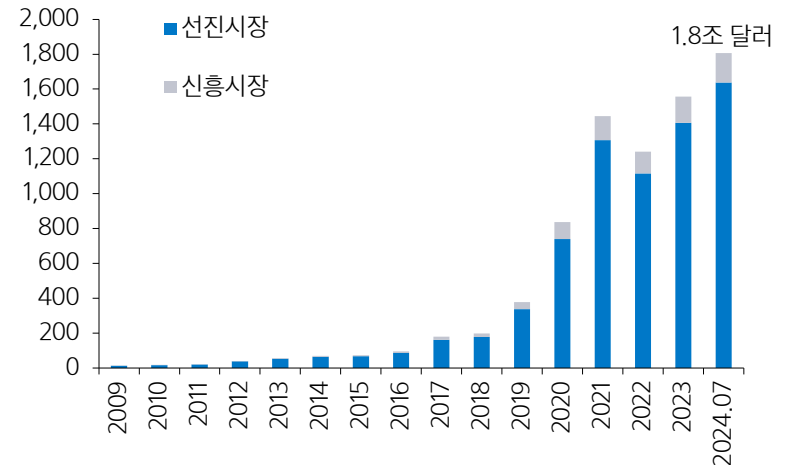
23년 주요 글로벌 사모 인프라 펀드 모집 사례

펀드명	운용사	조달 목표액 (십억 달러)	투자지역
글로벌 인프라 파트너스 5호	GIP	25.0	북미
EQT 인프라 6호	EQT	21.8	유럽
브룩필드 글로벌 전환 2호	Brookfield	20.0	북미
BGF 지속가능 글로벌	Blackrock	15.0	북미
코펜하겐 인프라 5호	코펜하겐 인프라 파트너스	13.1	유럽
프라임 그린에너지 인프라 2호	프라임 캐피탈 AG	10.9	유럽
아디안 인프라 5호	아디안	10.9	유럽

참고: 24년 4월 기준
자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 ESG 펀드 AUM 추이

(십억 달러)



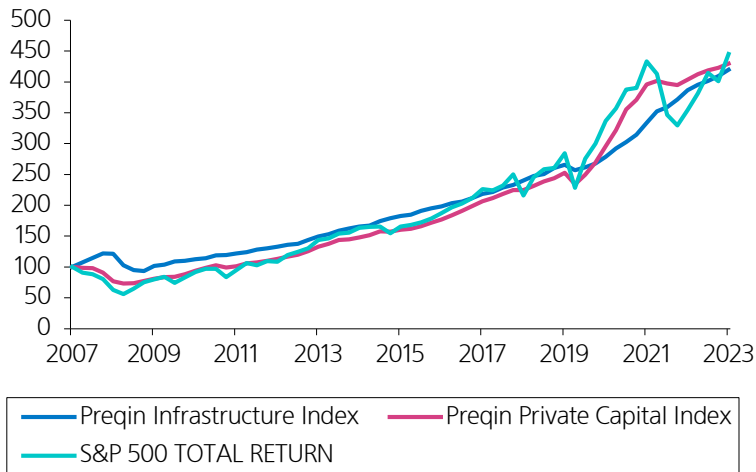
자료: EPFR, 삼성증권

두 가지 축 디지털과 재생에너지

- 3D(탈탄소, 탈세계화, 인구)와 AI의 테마로 인프라의 두 축은 디지털인프라와 재생에너지로 재편, 주요 시장도 아시아→북미로 이동
- 23년 인프라 거래의 59%가 재생에너지로 역대 최고, 14년 이후 재생에너지의 equity 1.2조 달러 중 72%가 인프라펀드에서 이뤄짐
- 동 기간 미국 내 설정된 상위 10개 인프라펀드 중 8개의 투자 대상은 재생에너지와 디지털인프라였음
- 러-우 전쟁, 중동 전쟁 등으로 '탈세계화'와 '리쇼어링'이 그간 고전하던 전통 운송 인프라의 투자도 촉진
- 인프라 성과는 주식 및 타 사모 자산 대비 우월하지 않지만 안정성이 장점, 인프라의 요구수익률은 낮아 입찰 시 가격 부담을 감수

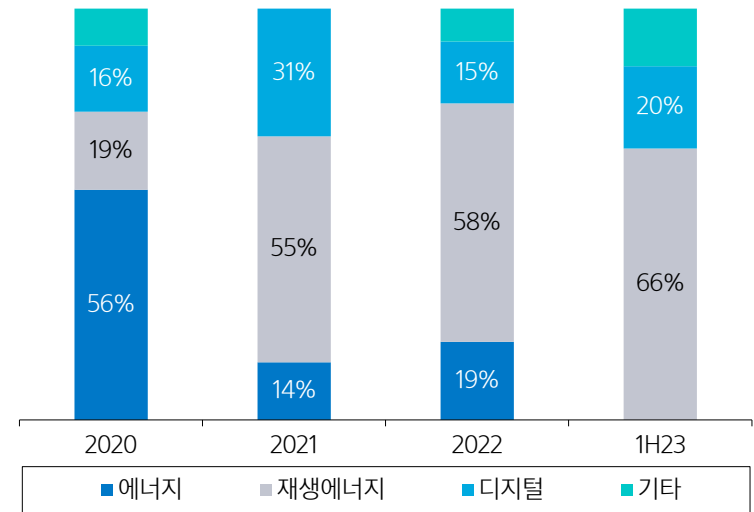
글로벌 인프라 펀드의 성과 낮은 변동성, 낮은 요구수익률

(2007/12=100)



자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 인프라펀드의 자금 모집 비중- 재생에너지와 AI 편중

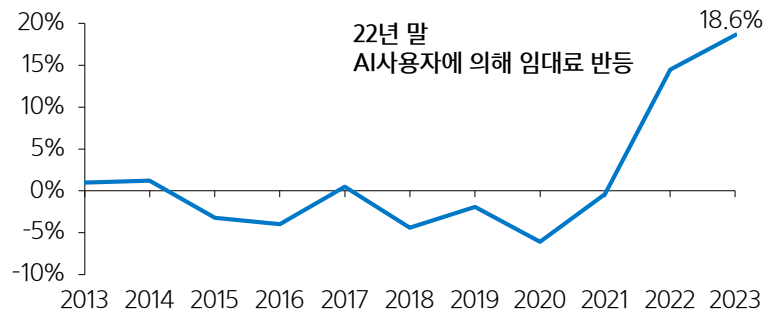


자료: Infrastructure Investor, 삼성증권

① 디지털인프라 데이터센터, PE성 딜

- 인프라 투자시장의 새로운 변화는 인수 합병으로 PE성 딜 증가
- 설비 투자를 위한 대출 증가, 투자자들은 조기 자산매각 등 엑시트보다 성장에 초점
- 데이터센터는 선호되는 PE 딜, 19년부터 미국 내 3위 이하 중소 데이터센터 리츠들은 사모 펀드 혹은 이종 산업의 대형리츠(아메리칸타워)에 인수 합병되며 상장폐지
- 사모 펀드는 데이터센터 포트폴리오와 개발 부지를 대량으로 확보하기 위해 인수(예: 블랙스톤은 QTS리얼티 인수 후 데이터 센터를 7배 확장)

미국 데이터센터의 임대료 증가율(Asking price 기준)

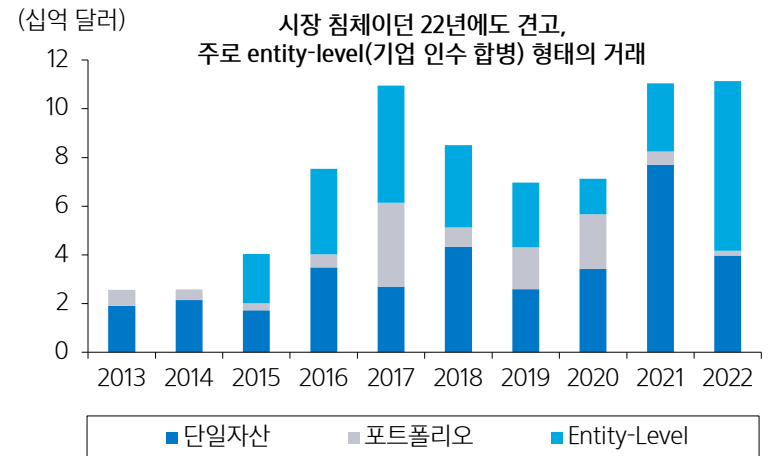


자료: CBRE

19~22년 미국 데이터센터 시장의 M&A

인수 주체	피인수 주체	형태	거래액 (십억 달러)
KKR	사이러스원	사모 펀드-상장리츠	15
아메리칸타워	코어사이트	상장리츠-상장리츠	10
Blackstone	QTS리얼티	사모 펀드-상장리츠	10
Digital Colony	Landmark	상장리츠-상장리츠	1

글로벌 데이터센터 거래액

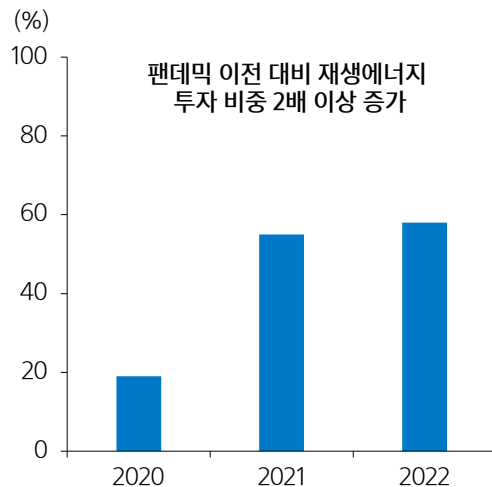


자료: JLL

② 재생에너지 탈탄소와 에너지 안보

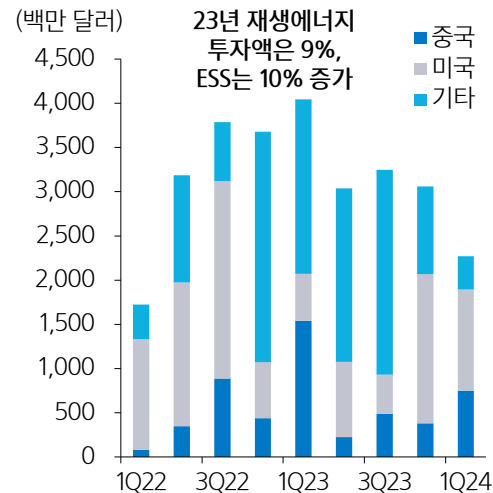
- 에너지 전환 분야에 강한 자금 유입. 러우 전쟁으로 탈탄소와 에너지 안보의 중요성↑, 재생에너지 투자 증가
- 유럽이 핵심 시장, 6천억 유로의 재생에너지 딜이 23년 유럽 인프라 거래의 45%를 차지, 30년에는 2배 증가(1.3조 유로) 전망
- 코로나19를 거치며 글로벌 인프라펀드의 자금 모집에서 재생에너지 비중은 20년 19%→ 22년 58%로 성장
 - 미 대선 변수에도 AI로 인한 데이터센터 전력난은 재생에너지와 ESS의 대규모 확보를 필요로 함
- 아시아 투자 비중 상승. 아시아 타겟의 인프라펀드에 드라이파우더 풍부, 한국 브라이트에너지파트너스는 Blackrock이 3차례 투자

글로벌 인프라펀드 자금 모집에서 재생에너지 비중



자료: BNEF, 삼성증권

VC/PE의 투자액-재생에너지



참고: 풍력, 태양광, 지열, 원자력 기준
자료: BNEF, 삼성증권

BEP, 블랙록으로부터 세 차례 출자 받아

BlackRock®

- 2021년 1,300억원
- 2022년 1,700억원
- 2024년 1,000억원

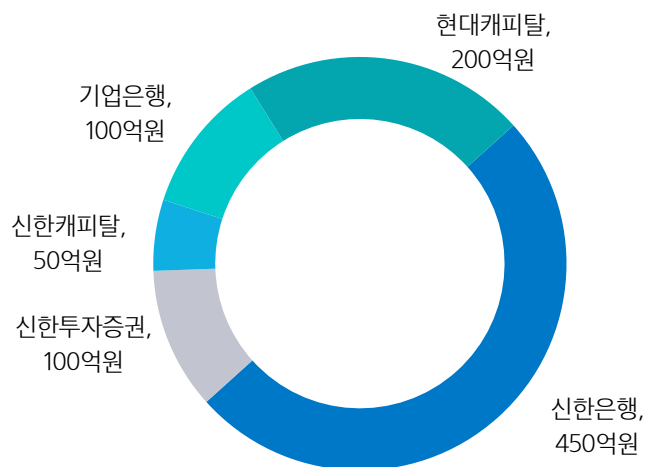


참고: BEP는 태양광 기업으로 최근 전기차 충전 인프라로 확장
자료: 브라이트에너지파트너스(BEP), 삼성증권

국내 동향 데이터센터 부상

- 국내 금융기관들은 단순 PF에서 벗어나 데이터센터 개발에 equity 투자로 나서는 등 디지털인프라 선점을 위한 노력
 - 신한자산운용, 900억원 규모의 데이터센터개발사업 전문 블라인드 펀드를 설정하고 자산 편입 개시 (용인 죽전동 데이터센터)
- 최근 맥쿼리인프라가 ‘하남 데이터센터’인수를 결정, 데이터센터의 세컨더리 시장 거래와 인프라 자산 확장을 시사하는 사례
- 국내 LP들은 인프라 투자도 대출 펀드 형태를 선호. 수익률은 낮지만 안정적 선순위 대출 중심, 목표수익률 4~5%
 - KB운용, 1,500억원 규모의 국내 인프라 대출 블라인드 펀드 설정, 우본 위탁자금 1천억원+KB금융계열 자금 500억원 매칭

신한금융그룹 데이터센터 블라인드 펀드 LP 구성



자료: 언론 보도, 삼성증권

맥쿼리인프라, 하남 데이터센터 인수 추진



자료: 언론 보도, 삼성증권

해외 동향 거대 PEF의 인프라 강화

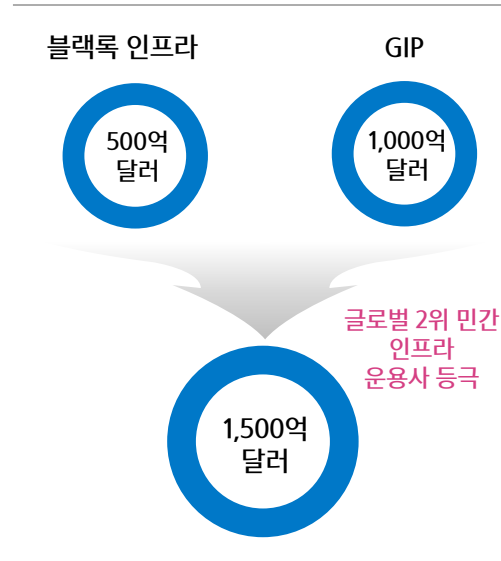
- 글로벌 대형 PEF들은 21년부터 PE보다 인프라 시장에 역량을 집중하기 시작, 특히 아태지역에서 대규모 인프라 펀드 조성 늘어
- Brookfield: 23년 말 인프라펀드로 역대 최대인 280억 달러의 자금 조달, 3개 전략-① 리쇼어링(탈세계화), ② 탈탄소, ③ 디지털화
- Blackrock: 24년 인프라에 특화된 사모 펀드 ‘글로벌인프라스트럭처파트너스’(GIP)를 125억 달러에 인수. 역대 최대의 M&A로 남음
- KKR: 39억 달러의 아태 인프라펀드 출시, 인도/일본/필리핀/한국을 매력적 시장으로 판단
 - 인도는 재생에너지, 한국은 폐기물 시장에 집중, 주로 현지 네트워크를 활용해 전통 입찰이 아닌 수익계약으로 거래 완료

Brookfield 인프라펀드 5호 개요

펀드 규모	280억 달러
목표 수익률	IRR 13%
투자 부문	<ul style="list-style-type: none"> • 재생에너지 • 운송 • 데이터센터 • 통신망
투자 전략	<p>‘세가지 D’ 기회를 공략하는 코어 투자 전략</p> <ul style="list-style-type: none"> • 디지털화-글로벌 데이터 사용량은 18개월마다 2배 증가 • 통신망, 데이터센터 • 탈탄소화-2050 넷제로 정책. 향후 에너지 전환 투자액은 150조 달러로 증가, 재생에너지 중심 • 탈세계화-지정학 리스크로 에너지 보안 중요성 확대, 공급망 안정을 위한 니어쇼어링 인프라 투자

자료: Brookfield & Oaktree, PitchBook, CTPF, 삼성증권

GIP 합병 후 Blackrock의 인프라 AUM



자료: Blackrock, 삼성증권

최근 글로벌 PEF는 아시아 인프라에 집중

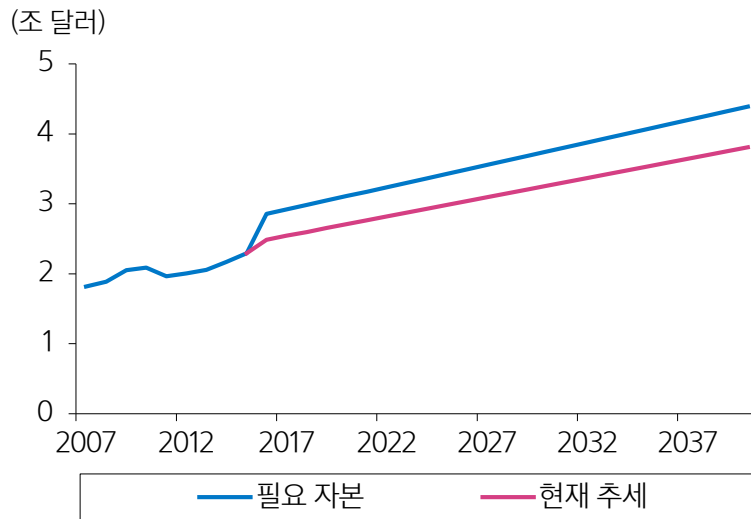
펀드	운용자산 (십억 달러)	빈티지
1 CICC Infrastructure Fund II	6.5	2021
2 KKR Asia Pacific Infrastructure Investors II	6.4	2022
3 Pacific Equity Partners Secure Assets Fund II	0.9	2023
4 IMM Infra IX Fund	0.5	2021
5 CITIC Capital Pan Eurasia Fund	0.5	2021

자료: Preqin, 삼성증권

전망 금리 인하의 수혜

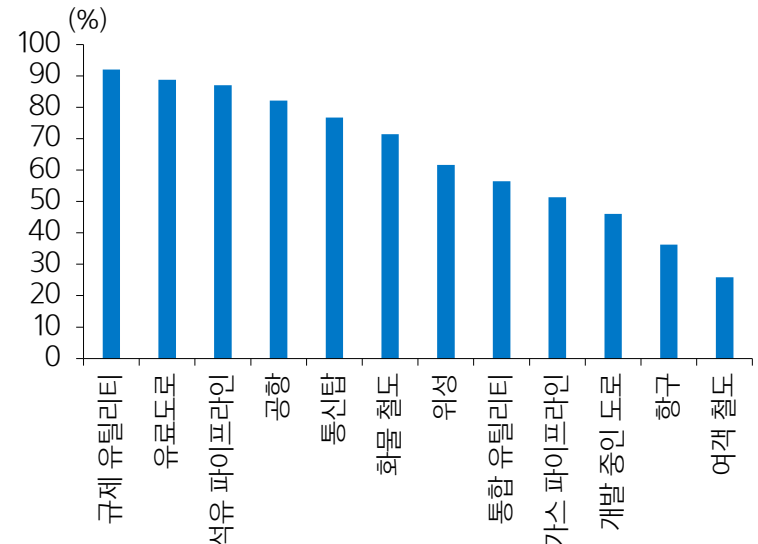
- 40년까지 글로벌 인프라 시장은 15조 달러의 펀딩갭에 직면할 전망, 민간 자본이 개입하며 대체투자 시장의 주요 섹터로 부상할 전망
 - 특히 상대적으로 인프라 투자가 저조했던 북미, 아시아 지역에 투자 기회 예상
 - 미국의 인플레이션 감축 방안, 유럽의 글로벌 게이트웨이 전략(27년까지 3억 유로의 인프라 투자) 등 정책적 유인 유효
- 역사적으로 인프라는 금리 하락기 유리한 투자, 지난 20년 중 10년간의 미 금리 하락기 인프라는 평균 8.6%의 수익률, 주식은 7.7%
 - 인프라 자산은 투자 기회가 많지 않지만 안정성이 높아 요구수익률이 낮음, 따라서 금리 변수 역시 중요

인프라 프로젝트에 필요한 민간 자본



자료: Global infrastructure Hub, Weforum

미국 인프라 섹터별 인플레이션 헤지 수준

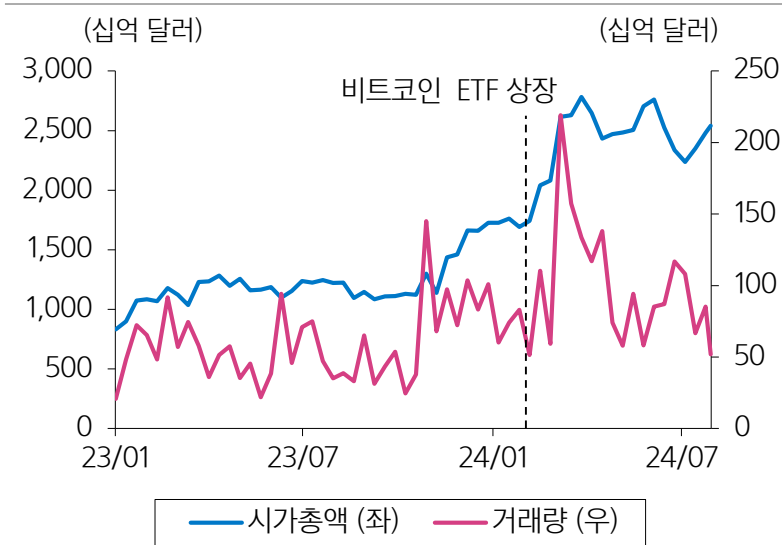


참고: 3년 투자기간 기준, 인플레이션을 헤지(가격 전가)할 수 있는 비율을 산출
자료: First sentier investors

가상자산 새로 부상한 대체자산

- 글로벌 암호화폐 시가총액은 2.5조 달러로 지난 1년간 103.2% 상승. 스테이블코인의 시가총액은 1,650억 달러로 6.8% 비중
- 1월 비트코인 현물 ETF의 거래시작 이후 6개월간 순유입액 170억 달러, 7월 24일 이더리움 현물 ETF의 거래 첫날 1.7억 달러가 유입
- 가상자산은 ETF를 통해 전통 금융시장에 새로운 대체투자 자산으로 빠르게 부상
 - Wisconsin Investment Board(위스콘신 주 연금 운용펀드): 1.6억 달러의 비트코인 현물 ETF를 매입해 총 운용자산의 0.1%로 구성함
 - 모건스탠리: 2.7억 달러의 비트코인 현물 ETF 매입. 은행/연기금 등 제도권에서 가상자산 현물 ETF를 투자하기 시작

가상자산 시가총액 및 거래량



참고: 1,158개 거래소에서 거래되는 14,918개 암호화폐의 총 시가총액과 거래량
DeFi, NFT, RWA, FTX Holdings 등을 포함
자료: Coingecko, 삼성증권

GBTC(최대 규모 비트코인 현물 ETF)의 주요 주주

주주	구분	주식수 (천주)
Cathie Wood- ARK Investment Management LLC	헤지펀드	5,631
Rob Citrone- Discovery Capital Management, LLC	헤지펀드	1,396
Andrew J.M. Spokes-Farallon Capital Management, L.L.C.	헤지펀드	1,349
Morgan Stanley Insight Fund	뮤추얼 펀드	629
Rock Silver- Mad River Investors	헤지펀드	400
Morgan Stanley Institutional Fund Inc	뮤추얼 펀드	305
Morgan Stanley Variable Insurance Fund Inc.	뮤추얼 펀드	297
David Costen Haley- HBK Investments LP	헤지펀드	233
Simplify US Equity PLUS GBTC ETF	ETF	51

참고: 24년 7월 말 기준- GBTC의 총 주식수는 약 3억 주
자료: TipRanks, 삼성증권

결론

글로벌 대체투자 시장

- 글로벌 대체투자 운용자산 규모는 22조 달러로 총 운용자산의 21%, 운용업계 수익은 50%를 차지하는 거대 시장
- 최대 시장은 PE이나 고금리로 사모 대출, 인프라 등 헤지 가능 자산군이 부상하고 세컨더리와 공동 투자 등 다양한 전략 도입
- 사모 중심으로 성장해 시장 비효율성에서 이익을 추구하는 것이 대체투자의 본질, 공개 시장보다 풍부한 투자 기회

섹터별 현황

- PE/VC: 신규 자금 모집은 22년부터 경색되었다가 24년 들어 반등 신호, 그러나 초기 단계일수록 밸류에이션 하락 폭이 큼
- 사모 대출: 전통 대출 규제로 성장해 대출시장의 다양화에 기여, 국내는 전통 PEF의 크레딧 시장 진출로 참여자와 투자자 모두 확대
- 인프라: 디지털과 재생에너지가 두 축, PE성 딜 증가와 높은 ESG 전략의 활용도의 특징, 요구수익률이 낮아 금리 영향력이 큼
- 유동성 부족으로 GP 시장에서 LP 시장으로 전환, 침체를 극복하기 위해 사모 대체투자 전략은 고도화되고 기대 가격 갭 축소

전망

- 글로벌 PEF업계의 풍부한 드라이파우더, 대체투자 비중을 상향 조정하는 연기금, 개인 투자자의 시장 진입으로 여전한 잠재력
- 참여자 저변 확대, 대체투자 전략 다양화, 밸류에이션 매력, 금리 인하 가시화 등이 긍정적 요인
- 금리 인하에도 장기간 높은 금리로 사모 대출과 인프라의 회복력이 우세할 전망, PE/VC/부동산은 25년부터 회복 예상
- 유동성 경색의 후유증이 잔존하는 24~25년 빈티지에 신규 대체투자 매력 증가, 특히 할인율이 큰 중소 펀드에 기회

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 CSB