



FIXED INCOME

사모대출 시장의 투자건전성



BARINGS CONVERSATIONS

본 자료는 비상장기업 투자 전문회사이며 베어링 자회사인 베어링 BDC 존 벡(John Bock) CFO와의 인터뷰 내용을 바탕으로 제작되었습니다. 영문 오리지널 팟캐스트 원본은 [링크](#)에서 확인 가능합니다.

본 자료에서는 존 벡(John Bock) CFO가 사모대출 시장 내 거래 수준 및 레버리지 지표, 스프레드 수준 등과 같은 주요 시장 환경에 대해 살펴보고, 어떻게 투자기회를 포착할 것인지에 대해 논합니다.

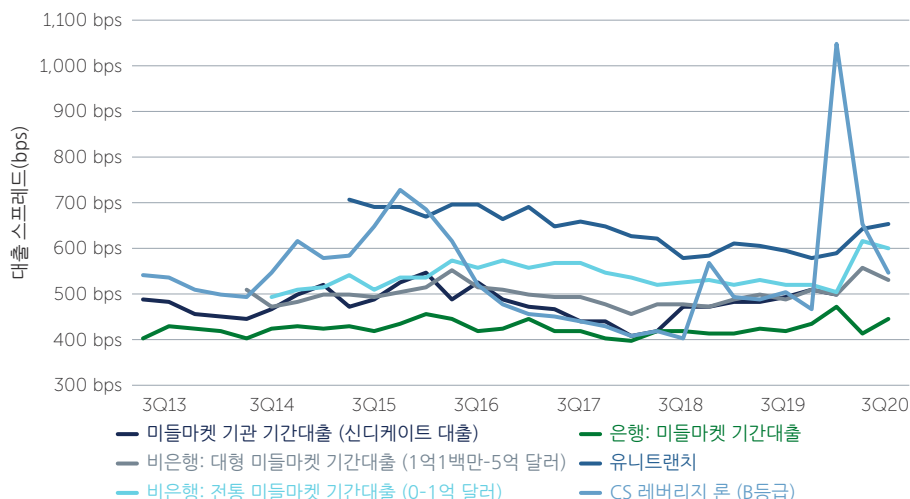
지난3월 “사모대출 투자자가 흔히 저지르는 4가지 실수 및 이를 피하는 방법”이라는 자료를 통해, 사모대출 투자가 특히 기타 유동 자산 투자와 비교해, 투자 리스크 대비 보상이 적절한지 의문을 제기하신 바 있습니다. 당시와 비교해 시장에 어떤 변화가 있었는지요, 여전히 우려되는 바가 있으신지요?

해당 자료에서 설명드린 바와 같이, 코로나19 팬데믹 이전 미들마켓 시장에서는 일부 위험한 투자 행태가 관찰됐습니다. 특히, 사이클 후기에 따른 일부 특징들을 확인할 수 있었습니다. 상당수의 운용사가 운용 규모의 대형화에 집중하면서, 특정 딜에 시장 자금이 집중되는 현상이 나타난 것입니다. 당시 제가 우려한 것은 위기 상황에 놓인 부실 기업들이 상대적으로 손쉽게 사모대출 파이낸싱을 진행할 가능성이었습니다. 또한, 일부 거래의 레버리지 수준은 BSL(broadly syndicated loans) 수준까지 상승하기도 했습니다. 스프레드 역시 일부 유동 시장 수준에 가깝게 축소됐습니다. 이는 사모대출 투자에서 비유동성 프리미엄 혜택이 사라졌음을 의미합니다. 한편, 비유동적인 사모대출 투자에서 손실 관리의 핵심 수단 중 하나인 커버넌트(계약조항) 및 구조적 보호장치들은 과거에 비해 느슨해졌습니다. 이에 따라, 결과적으로 상당수 사모대출 투자가 가치 및 구조 측면에서 비유동성 자산군에 걸맞은 보상을 적절히 제공받지 못할 수 있음을 지적한 것입니다.

이러한 유동성 프리미엄의 결여와 함께, 외식업, 리테일 등 주로 경기순환 비즈니스 중심의 특정 산업과 관련된 구조적 리스크가 가중되면서, 시장 우려는 더욱 높아졌습니다. 그리고, 코로나 19 발발에 따라 일부 기업의 경우, 단기간에 매출이 거의 제로 수준까지 급감하면서, 해당 우려의 상당 부분이 현실화됐습니다. 그러나, 보수적이며 철저한 원칙을 바탕으로 ‘가장 지루한 것이 가장 아름답다(boring is beautiful)’로 대표되는 전통적인 순수 미들마켓 투자에 집중해 온 대출기관들은 코로나19 충격을 상대적으로 잘 견뎌낼 수 있었으며, 장기적으로 견조한 수익 달성이 기대됩니다.

오늘날의 시장 상황은 과거 투자자들을 사모대출 시장으로 유인했던 요인들이 다시 부상하는 시점인 것으로 판단됩니다. 결과적으로, 딜 퀄리티는 향상되고 있으며, 상당 수의 딜 레버리지 수준이 하락하고 있고, 대출 심사가 강화되는 한편, 프라이싱(가격책정) 개선 또한 이루어지고 있기 때문입니다. 스프레드 역시 개선세에 있어, 비즈니스에 달라질 수 있겠지만, 대략 50 - 100bps 정도로 스프레드 확대가 이루어졌음을 확인할 수 있습니다 (도표1).

도표 1: 시니어 대출 스프레드 추이



출처: REFINITIV LPC. 2019년 9월30일 기준.

최근 시장의 거래 수준은 어떤가요? 베어링과 같은 투자 매니저 입장에서 신규 딜 소싱에 어려움은 없는지요?

자본 조달 및 투자 역량을 갖춘 대출 기관들에게 시장 상황은 우호적인 편입니다. 확고한 투자 원칙에 기반해 코로나19 초기 충격을 합리적으로 감내해왔으며, 투자 대상 비즈니스의 투자 가치를 소위 '지루함의 투자 미학' 관점에서 적절히 분석해 온 대출 기관들은, 보다 유리한 위치에서 다양한 투자가 가능할 것으로 전망됩니다. 궁극적으로, 업계 평판이 좋으면서 금융 스폰서, 중개업체, 투자 대상 기업 등 다양한 시장 참여자와 견고한 파트너십을 구축하고 있는 투자 매니저, 딜 실행력 및 소싱 역량, 유연한 자본구조 솔루션 제공 역량을 갖춘 투자 매니저들은, 팬데믹 상황에도 불구하고 유리한 위치에서 딜을 확보할 수 있을 것입니다.

3사분기 딜 규모가 전년 동기 미치지 못함에도 불구하고, 베어링자산운용은 바쁜 시간을 보냈습니다. 이는 단순히 베어링의 시장 점유율이 상승했기 때문이라기 보다는, 안정적이며 잘 설계된 자본 구조를 바탕으로 매력적인 가격에 딜을 소싱할 수 있는 역량을 갖추고 있었기 때문이며, 이는 실제 딜 소싱 결과로도 입증되고 있습니다.

사모대출 시장에서 약세가 예상되는 부문이 있는지요?

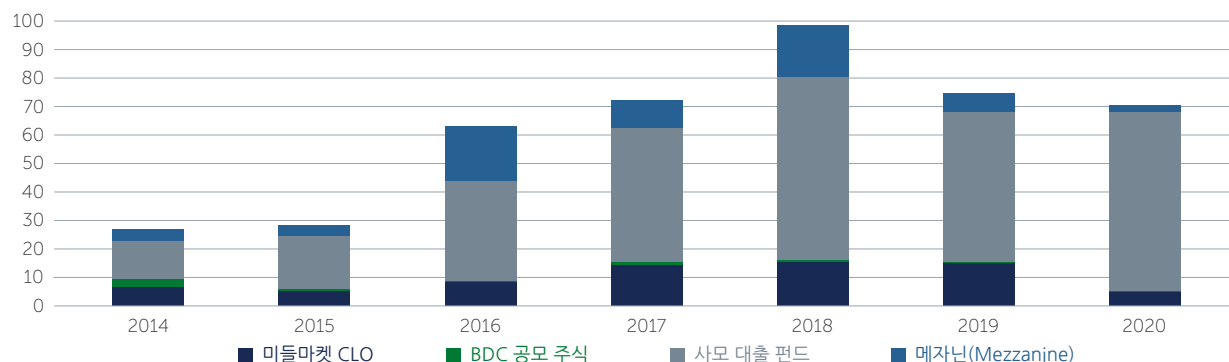
대부분 예상하시듯이, 공모 시장과 마찬가지로 리테일, 여행, 레저업처럼 전세계적인 봉쇄 조치의 타격을 받은 산업들이 사모대출 시장에서 고전하고 있습니다. 그러나 해당 경기순환적 산업의 경우, 코로나19 위기 이전부터 각종 중개 플랫폼의 출현, 시장와해와 같은 구조적 변화로 인한 리스크가 예견되어 왔습니다. 대표적인 예가 전자상거래 부상에 따른 리테일 산업의 시장와해입니다. 외식업 또한 푸드 딜리버리 옵션이 다양해지면서 전통적인 외식업은 위협 받고 있습니다.

사모대출 시장에서 또 하나 우려되는 투자는, 코로나 위기 이전에 '시니어 대출(senior debt)'이라는 이름으로 시장에 유통됐으나, 실질적으로는 전통적인 시니어 대출에 비해 리스크 수준이 높은 대출입니다. 해당 딜의 상당수는 레버리지 및 현금 회수 위험이 높아, 리스크 수준이 메쿼티(mequity · mezzanine/equity)에 준할 것으로 판단됩니다. 실제 일부 기업들의 경우 현금흐름에 어려움을 겪기 시작하면서 유동성 문제로 이어지기도 했습니다.

현재 시장의 경쟁환경을 고려할 때, 과도한 규모의 시장 자금이 특정 딜에 집중된다는 우려가 있습니다. 이에 대해 어떻게 생각하시는지요?

사모대출 시장의 자금 규모는 상당한 편으로, 2020년 기준 직접 대출 투자 관련 자금 규모는 700억 달러를 소폭 상회하고 있습니다 (도표 2). 코로나19처럼 시장이 불안정할 때, 시장은 기술적 변동성을 보이며, 이에 따라 매력적인 투자 기회 또한 나타납니다. 역량있는 운용사는 이 기회를 놓치지 않고 적극적인 투자 유치를 통한 투자 기회 포착에 힘쓸 것입니다. 글로벌 경제 상황을 고려할 때, 현 시점에서 무엇보다 중요한 것은 절제된 투자 원칙입니다. 다시 말해, 역량있는 운용사라면 관련 리스크에 대한 면밀한 모니터링을 통해 투자 집행 속도를 유연하게 조절할 수 있어야 합니다. 기본적으로 특정 딜에 대한 과도한 투자 집중은 위험을 수반할 수 있습니다.

도표 2: 미들마켓 직접대출 투자금 (10억 달러 기준)



출처: REFINITIV LPC.

현재 사모대출 시장의 투자 기회는 어느 정도이며, 해당 투자 기회를 주도하는 요인은 무엇인가요?

팬데믹의 시장 영향이 지속됨에 따라 기업들의 자금 수요 역시 지속될 것으로 보입니다. 특히, 전통적인 대출 기관이었던 은행의 기업 대출이 줄어들면서, 베어링과 같은 대출 전문 기관의 영향력이 점차 높아지고 있습니다. 보다 주목해야 할 사실은, 비상장 기업 중 비상장 상태를 유지하기 원하는 기업들이 시장에 존재한다는 점입니다. 이에 따라, 비상장 기업들의 사모대출 시장을 통한 자금 조달 니즈는 당분간 지속될 것으로 전망됩니다.

사모대출 시장에서의 투자 기회를 정량화하기 어렵지만, 향후 투자 기회를 뒷받침할 몇 가지 구조적 요인들이 눈에 띕니다. 예를 들어, 사모대출 투자가 매력적인 위험조정 수익을 제공하고 있으므로, 핵심 투자 자산군에 사모대출을 포함하려는 연금 펀드들이 늘어나고 있습니다. 현재 연금 펀드 자산 중 직접 대출 투자 비중은 약 2%에 불과해 장기적인 성장 가능성이 높습니다.¹ 또한, 사모 대출 시장이 점점 전문화됨에 따라, 시장에 진입하는 기업들은 더욱 늘어날 것으로 예상됩니다. 그 밖에, 신생 기업 또한 비상장 상태를 더 장기적으로 유지할 수 있을 것으로 전망됩니다.

투자자는 리스크-리턴 프로파일에 따라 다양한 형태로 사모대출에 투자할 수 있습니다. 변동성은 낮추면서 안정적인 일드를 추구하기 원하는 투자자에게 퍼스트 리엔 시니어 대출(first lien senior secured debt)이 매력적인 투자가 될 것입니다. 추가 리스크를 부담하더라도 높은 잠재 수익을 추구하는 투자자의 경우에는, 주니어 대출(junior debt) 또는 스페셜 시추에이션(special situation) 파이낸싱이 보다 나은 투자 선택이 될 수 있습니다. 한편, 투자 가치는 시간이 경과함에 따라 달라질 수 있으므로, 투자 시점에 따라 메자닌 투자가 세컨드 리엔(second-lien) 대출보다 나은 선택이 될 수 있으며, 반대의 경우도 가능합니다. 이 때문에 운용사는 공·사모 시장 및 자본구조 상하부를 폭넓게 아우르며, 특정 시점에 최상의 가치를 제공하는 투자 기회를 분별할 수 있어야 합니다.

마지막으로, 사모 대출 투자는 비유동성으로 인해 BSL 시장 대비 잠재적인 일드 프리미엄을 제공한다는 사실을 강조하고 싶습니다. 오늘날과 같은 저금리 장기화 환경에서, 전세계 국채 및 회사채의 80% 이상이 2% 미만 수익률로 거래됨에 따라, 투자자의 일드 추구 성향 또한 지속되고 있습니다.² 이러한 점에 비춰볼 때, 미들마켓 거래가 활발한 것이 그리 놀라운 일은 아닙니다.

미들마켓 투자에 관심있어 하는 투자자에게, 투자 형태별 장단점이나 참고 사항을 조언 부탁드립니다.

통합형 사모펀드(commingled private fund)부터 별도운용계정(SMA·Separately Managed Accounts) 및 공·사모 BDC(Business Development Company·비상장기업 투자전문회사)에 이르기까지, 사모대출 투자 방법이 다양해지고 있습니다. 특히 BDC의 경우 팬데믹 이후 시장 수요가 실제로 증가하고 있습니다. BDC는 구조에 따라 공모 BDC 및 사모 BDC로 구분할 수 있으며, 공모 BDC는 공모 시장에서 주식 형태로 거래가 가능합니다. 공모 BDC는 투자가 용이하고 유동성이 양호하다는 장점이 있습니다. 그러나, 시장 움직임에 따라 변동성이 높아질 수 있습니다.

사모 BDC는 공모 시장에서 거래가 불가하므로 변동성 측면에서 보다 안정적이며, 투자 가치와 자산 가치가 일치합니다. 그러나, 유동성 측면에서 공모 BDC 대비 상대적으로 취약할 수 있습니다. 그럼에도 불구하고, 최근 수년간 사모 BDC 투자는 상당히 성장했습니다. 매력적인 장기 잠재 수익 추구를 위해 신뢰할 만 하며 역량이 풍부한 투자 매니저에게 투자하고자 하는 투자자가 늘어나고 있기 때문입니다.

본 자료 관련 보다 자세한 사항은 영문으로 제공되는 아래 팟캐스트에서 확인하세요:

<https://www.baring.com/viewpoints/private-credit-how-healthy-is-todays-middle-market>

도표 3: 역사적 평균치보다 낮은 금리



출처: REFINITIV LPC.

1. 출처: Cliffwater, As of June 30, 2019.
2. Source: Bloomberg, As of December 9, 2020.

3,540억 달러 (414조 원)* 이상의 수탁고를 보유한 글로벌 운용사 베어링자산운용은 차별화된 투자기회를 제공하며, 공·사모 채권 및 부동산, 주식 시장에 장기 투자합니다. 세계적인 생명보험사 매스뮤추얼(Massmutual)의 자회사인 베어링자산운용은 북미, 유럽, 아시아 지역 현지에 전문 인력을 보유하고 있습니다. 지속가능 경영 및 책임 투자를 바탕으로 베어링자산운용은 고객 및 지역 사회, 임직원을 위해 오늘도 최선을 다하고 있습니다.

중요정보

본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 투자에는 위험이 수반됩니다. 투자와 투자에서 발생하는 향후 소득 가치는 하락 또는 상승할 수 있으며, 투자 수익은 보장되지 않습니다. 또한 본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 실제 투자의 구성, 규모 및 위험은 본 자료에서 제시된 사례와 현저히 다를 수 있으며, 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증 및 보장하지 않습니다.

• 이 집합투자상품은 예금보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않으며, 실적 배당상품으로 원금손실의 위험이 있습니다. • 집합투자상품은 운용결과에 따른 이익 또는 손실이 투자자에게 귀속됩니다. • 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하지 않습니다. • 가입하시기 전에 투자대상, 환매방법 및 보수 등에 관하여 투자설명서 또는 간이투자설명서를 반드시 읽어 보시기 바랍니다. • 외화자산의 경우 환율변동 위험을 헤지할 계획이나(UH형 제외) 환율변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다. • 해외투자상품에의 투자는 투자대상국가의 시장, 정치 및 경제상황, 환율변동 등에 따른 위험으로 자산가치의 손실이 발생할 수 있습니다. • 하이일드채권 투자시 신용위험 및 유동성위험이 상대적으로 높아 원리금 지급이 원활하게 이루어지지 않을 위험이 크며, 이로 인하여 투자원금 손실이 발생할 수 있습니다. • 재간접형펀드는 피투자펀드 보수 및 증권거래비용 등 기타비용이 추가로 발생할 수 있습니다. 본 자료의 용도는 판매사 사내한 또는 가입고객 열람용으로 제한함.

전문 투자자 및 판매사 배포용. 본 자료는 개인투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료는 베어링자산운용(BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED)이 발행하였습니다. 본 자료는 정보제공의 목적으로 작성된 것으로 베어링자산운용이 제공하는 특정 상품이나 서비스의 판매나 투자권유를 위하여 작성된 것이 아닙니다. 본 자료의 어떤 내용도 투자 및 세금, 법적 자문이나 권유 행위로 인식될 수 없습니다.

본 자료에는 현재 의견 및 예상, 예측에 근거한 예측 정보가 포함될 수 있습니다. 당사는 예측 정보를 갱신하거나 수정할 의무가 없으며, 실제 결과는 예측 자료와 현저히 달라질 수 있음을 유념하시기 바랍니다. 당사는 여기에 인용된 제 3자로부터 얻은 정보가 발행일을 기준으로 정확하다고 판단합니다. 어떠한 투자 결정도 본 자료의 정보에 의존하여 이루어져서는 안됩니다.

베어링은 전 세계 베어링 계열사의 자산운용 및 관련 사업의 상표명입니다. BARINGS LLC, BARINGS SECURITIES LLC, BARINGS (U.K.) LIMITED, BARINGS GLOBAL ADVISERS LIMITED, BARINGS AUSTRALIA PTY LTD, BARINGS JAPAN LIMITED, BARINGS REAL ESTATE ADVISERS EUROPE FINANCE LLP, BARING ASSET MANAGEMENT LIMITED, BARING INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED, BARING FUND MANAGERS LIMITED, BARING INTERNATIONAL FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT (ASIA) LIMITED, BARING SICE (TAIWAN) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT SWITZERLAND SARL, BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED 등은 BARINGS LLC의 금융서비스 계열사로(단독으로는 "계열사") "베어링" 으로 통칭합니다.

본 자료의 내용은 독자의 투자목적, 재무상태 또는 구체적인 니즈를 고려하지 않고 작성되었습니다. 따라서, 본 자료는 투자자문, 권유, 리서치 또는 특정 증권, 상품, 투자, 투자전략 등의 적합성 또는 적절성에 대한 권고나 그러한 행위로 인식되어서도 안됩니다. 본 자료는 투자 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안됩니다. 본 자료에 수록된 정보의 정확성을 확보하기 위해 최선의 노력을 기울였으나, 베어링은 정보의 정확성, 완전성 및 적절성을 명시적 또는 묵시적으로 보증하거나 보장하지 않습니다. 본 자료에 언급된 서비스, 증권, 투자 또는 상품은 잠재투자자에게 적합하지 않을 수 있으며 해당 관할권에서 제공되지 않을 수 있습니다.

저작권 및 상표

COPYRIGHT © 2020 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용으로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

BARINGS (또는 베어링)과 로고 디자인은 BARINGS의상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS 에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제2020-1452759호(2020.12.18~2021.12.17)

BARINGS.COM
에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2020년 9월 30일 기준