

## [안다 H] Market Comment 2020.01.28

### 1. 시장환경

2018년 초부터 시작된 미중무역분쟁은 2019년 중반을 지나면서 조금씩 합의에 대한 기대감이 살아났으며 시장 역시 회복이 진행이 되고 있었습니다. 비록 현재는 코로나바이러스(‘우한 폐렴’)에 대한 우려감에 흔들리고 있으나 과거의 SARS, 메르스 등과 같이 시간이 경과하면 자연스럽게 해결이 될 문제이기 때문에 조금 더 시장자체의 본질적인 회복에 대한 관심을 가져야 한다고 생각합니다.

각국의 지수 비교

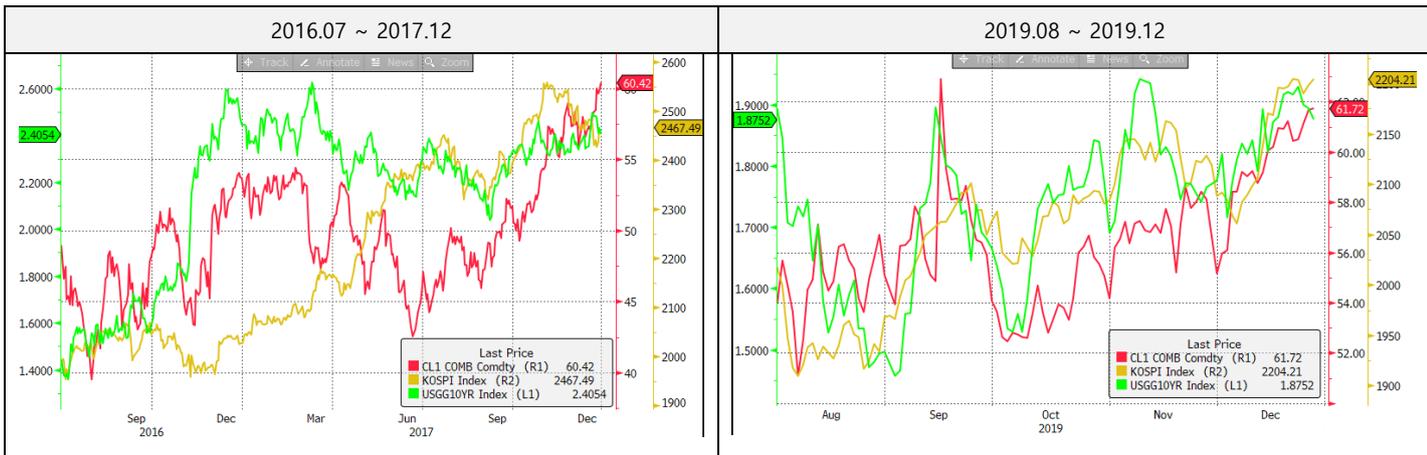


\*기초를 100으로 환산함

최근의 시장회복은 원자재와 금리가 같이 상승하는 건강한 인플레이션 상승장이었으며 일반적으로 이러한 흐름에서는 DM에서 EM으로 자산배분이 발생하고 Growth에서 Value로의 Rotation이 발생하게 됩니다. 이러한 건강한 흐름이 단기시장 이벤트로 변곡점이 생긴 것에 대하여 정말 아쉽게 생각하고 있습니다.

아래에서 보여드리는 차트는 Trump Reflation 시점에서 유가, 금리, 지수의 흐름과 최근 시장 상승에서 흐름을 비교하는 차트입니다.

## 상승시점 비교 (WTI, KOSPI, US 10Y)



2018년의 건강한 흐름이 미중무역분쟁이라는 변곡점을 만나서 수출중심국가인 한국에게 부정적인 영향을 주었던 점은 매우 아쉽게 생각하지만 결국 시장은 반등을 하게 되는 것처럼, 최근의 코로나바이러스 역시 단기 시장의 조정을 가져올 뿐 Fundamental한 이슈로 변질은 되지 않을 것으로 예상하고 있습니다.

## 2. 한국 헤지펀드 시장

한국의 헤지펀드 시장은 과거에 설명 드린 내용과 비슷하게 흘러가고 있으며 2020년은 많은 헤지펀드에게 고난의 시기가 될 것으로 예상하고 있습니다.

### 2019.11.14 Market Comment

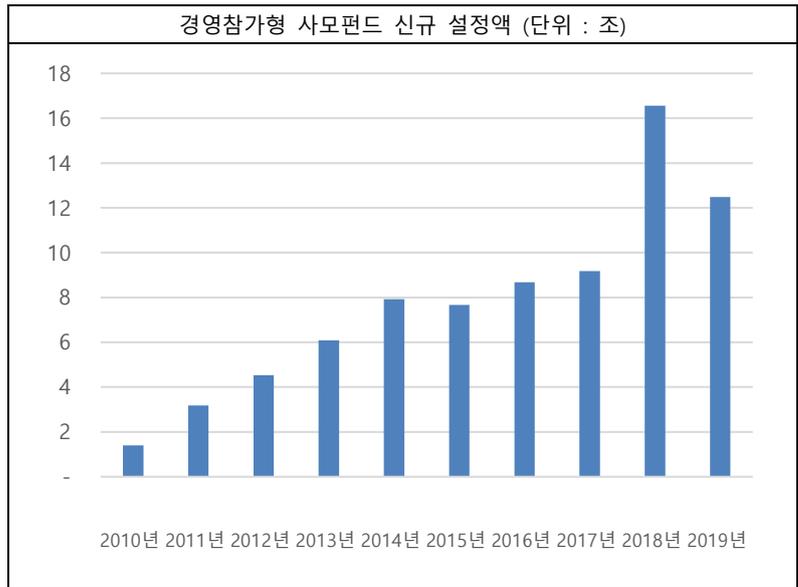
은행고객의 유동성과 증권회사 고객을 중심으로 큰 폭으로 성장하였던 헤지펀드는 개인자금을 중심으로 설정되어 있는 Retail Fund이며, 2016년의 안다자산운용, 삼성헤지펀드 1세대에서 타임폴리오, 라임의 2세대로 성장을 하였습니다. 하지만 은행의 DLF, 라임자산운용의 환매중지 등의 사건과 신라젠, 에이치엘비, 헬릭스미스와 같은 임상이슈는 2019.09 이후에 시장을 크게 경색시켰으며 이러한 흐름은 내년까지 지속될 것으로 예상하고 있습니다. 주식중심의 운용사에서 시작된 대체시장으로의 진입은 가파른 속도로 지속되었다고 생각하며 현재는 그와 정반대로 가파르게 이탈을 보여줄 것으로 보고 있습니다. 앞으로의 1년은 헤지펀드의 생존기가 진행될 것이며 많은 운용사들의 옥석이 가려질 것으로 기대하고 있습니다.

한국 헤지펀드의 대부분이 주식형 자산운용사에서 출발을 하였기 때문에, 회수보다는 투자에 집중이 되어 펀드가 설정되었으며 이러한 운용상의 미숙함은 개방형 조달구조에서 비유동성 자산을 편입하는 결과를 가져왔습니다. 이러한 구조는 자금이 유지되거나 증가되는 상황에서는 운용될 수 있지만, 자금유출이 발생하게 되면 요주의자산은 누적되고 건전한 자산이 청산되어 배분되게 되고, 이러한 유출이 가속화가 되는 경우 자산의 정상적인 매각이 어려워지기 때문에 구조적 리스크에 노출이 되어 있는 것입니다. 현재의 경험을 바탕으로 앞으로의 운용업계는 한걸음의 성장을 하게 될 것으로 예상되지만 그 과정이 순탄하지 않은 것으로 예상합니다.

### 3. 한국 메자닌 시장

메자닌 시장은 기본적으로 Growth Up Capital Market이며 주요한 투자자는 PEF와 기관투자자들에게 의해서 구성되어 있었습니다. 참고로 투자라는 것은 경영권지분을 인수하는 것과 비경영권 지분을 인수하는 두 가지만 존재하며 비경영권 지분의 경우 피투자회사에 대한 견제를 위하여 주주간합의를 맺게 됩니다. 이러한 주주간합의에서 가장 일반적인 것이 회사가 발행하는 Put Option이 되며, 다른 방식으로는 대주주가 부여하는 Put Option으로 해결하는 경우도 있습니다. 상장사의 경우에는 주가가 오르지 않았을 때 Put Option을 행사하는 것이고 비상장사에 투자를 하는 경우에는 Qualified IPO가 이루어지지 않게 되면 Put Option을 행사하는 것입니다.

국내 PEF에서 투자되고 있는 자산 중에서 상당수는 경영권 지분인수가 아니고 Growth Capital Deal이라는 점에서 실질적으로는 메자닌 시장에서 주로 플레이를 하고 있는 것입니다. 최근에 저희가 투자를 하였던 테스나의 후속 PEF Deal도 대주주가 지분 매각 이후에 후순위로 펀드에 재출자를 하는 구조이며 실질적으로는 메자닌 구조를 가지고 있습니다.



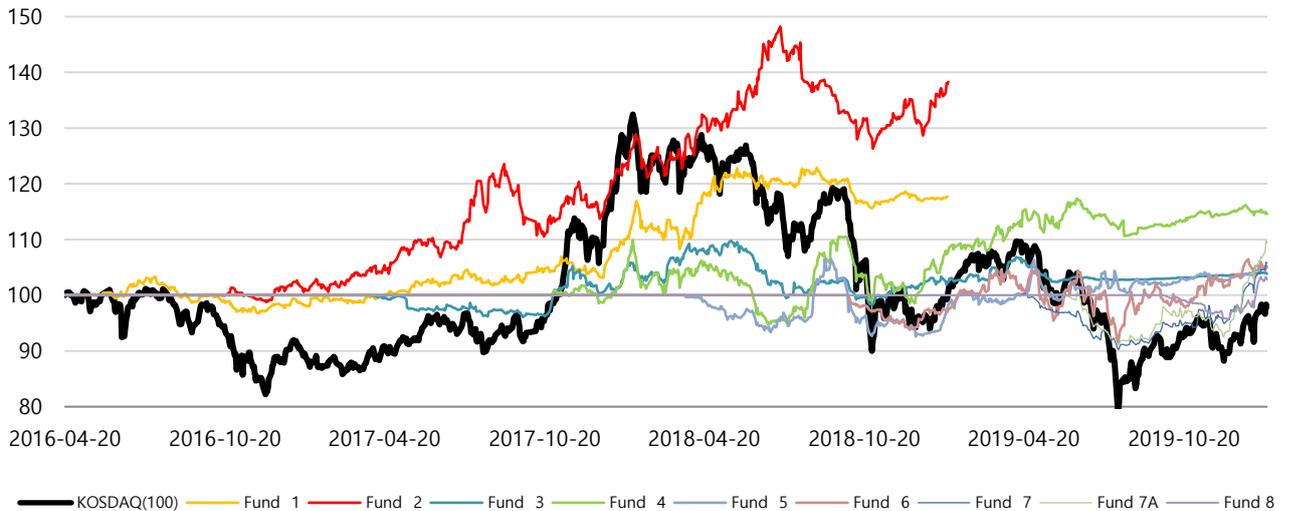
본래 기관 중심이었던 메자닌 시장은 2017년 헤지펀드 자금의 본격적 유입과 함께 일부 시장 지분율을 헤지펀드와 경합하게 되었으며, 어느 정도 성공적인 시장 진입을 하였다고 생각합니다. 하지만 최근 일련의 헤지펀드 사건으로 인하여 리테일 자금은 헤지펀드 시장에서 급속도로 이탈 중에 있으며 이러한 자금의 이탈은 자금을 가지고 있는 투자자에게는 매우 매력적인 시장 기회를 제공하고 있습니다. 안다H도 2019년 하반기에 편딩한 자금 중에서 95%가 기관이기 때문에 이러한 변화를 함께 느끼고 있습니다.

한일 무역 갈등으로 한국의 소재·부품·장비 기업들은 제2의 르네상스 시대에 진입을 하였으며 이러한 자신감은 기업에게 외부 자금을 받아 CAPEX에 투자를 하게 만드는 원동력이 됩니다. 따라서 2020년 시장에 दिल은 많고 자금은 부족한 최적의 환경이 될 것으로 예상하고 있습니다.

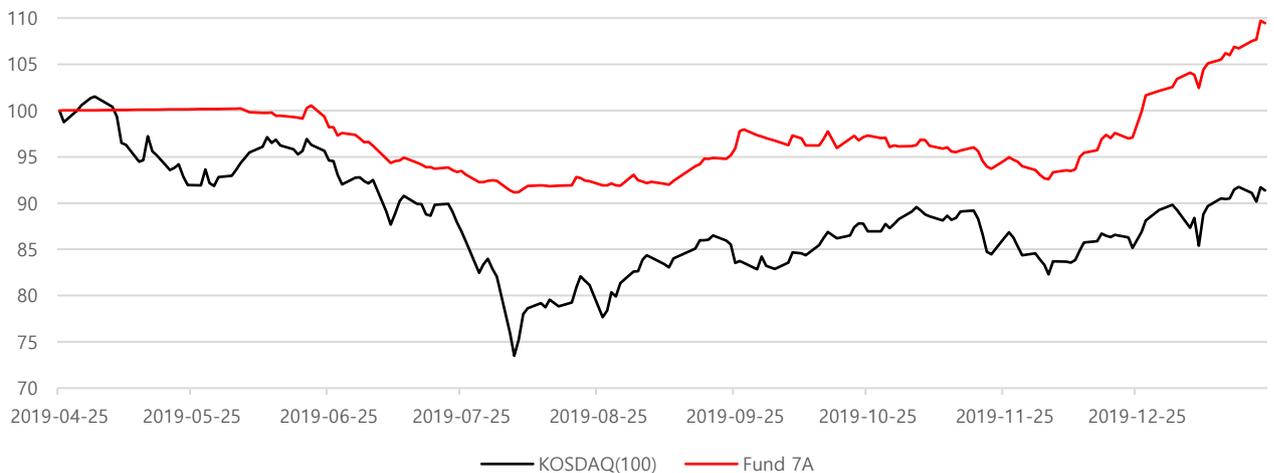
#### 4. 안다H 메자닌펀드

2016년에 펀드를 설정하여 안정적으로 순항을 하고 있으며, 산업을 배분하여 지수를 복제하는 전략은 지속적으로 운영되고 있습니다. 비유통물을 편입하기 위해서는 폐쇄형으로 설정해야 한다고 판단하여 모든 펀드는 폐쇄형으로 설정되었으며, 레버리지를 통한 매수는 차입금리로 인하여 원본 안정성이 훼손된다고 판단하여 TRS를 통한 Leverage도 일절 사용하지 않고 있습니다. 비록 과거에 설정한 펀드 중에서 Parity가 너무 낮은 경우에는 펀드의 Delta가 없어지기 때문에 주가흐름에 따른 기준가 변동성이 약하지만 일반적으로는 주가상승에 펀드수익률도 같이 상승하고 있습니다.

KOSDAQ & 메자닌펀드



특히 작년 초에 설정된 펀드의 수익률 흐름은 메자닌 펀드에 대한 특징을 가장 정확하게 표현하고 있다고 생각합니다. 하락시점에서는 워런트가치 하락과 채권할인으로 인하여 수익률은 동반하락하게 되지만 그러한 과정에서 지속적으로 리픽싱이 이루어지게 되며 주가가 상승하게 되는 경우에는 주가 상승을 대부분 따라가게 됩니다. 물론 하락폭이 지나치게 커서 Parity가 너무 낮은 경우에는 채권으로 회수하게 되겠지만 주가 반등이 강하게 나오는 경우 일반적으로 지수를 추종하게 됩니다.



## 5. 앞으로의 방향

2018년부터 지수는 2년 넘게 하락을 하였으며 이제 2019.04까지의 회복을 하였을 뿐이라고 생각을 합니다. 앞으로의 시장 방향에 대하여 예측을 하면서 운용하는 펀드는 아니지만 지수가 많이 하락한 시점에서 편입하는 메자닌은 다른 자산에 비하여 매력적인 자산이 될 것으로 기대하고 있습니다.

또한 시장의 환경도 리테일 중심의 헤지펀드의 자금력이 약해진 상태이기 때문에 딜을 진행 하기에 매력적이라고 생각하며 기업들의 CAPEX가 증가하고 있다는 점도 시장의 매력도를 높이는 것 중에 하나입니다.

지금까지 정도를 걸었다고 생각하며 앞으로도 항상 옳은 길로 걸어가겠습니다.