
출장 복명서

- Ekaterra(립톤) 인수금융 선순위대출 펀드 투자 건 -

2023. 02.

더^{The}강한수협 더^{More}돈되는수산
 수산업협동조합중앙회
자금운용본부

국외출장(여행)보고서(제9조 1항 관련)

I. 출장개요

출장(여행) 목 적	현재 검토 중인 Ekaterra* 인수금융 선순위 대출 투자 건과 관련하여 본건 스폰서(CVC) 및 대표주선단(골드만삭스, Bank of America) 방문, Tea Room 등 제품 유통채널 현지 실사를 통한 투자 적격성 검토 * Ekaterra : 글로벌 1위 차(茶) 생산/판매회사로, 립톤·T2·TAZO 등을 대표브랜드로 보유 ※ 금감원 「상호금융중앙회의 대체투자 리스크관리 모범규준」(2021.07.30. 제정) 제10조(현지실사 및 외부전문가 검토) ① 중앙회는 대체투자자산에 대하여 현지조사를 원칙으로 하여 실사를 실시하고 그 결과를 내부 검토보고서에 명시하여야 한다. (이하 생략) ※ 본회 「투자심사업무 요령」 제6조의2(현지실사 및 외부전문가 검토) ① 심사역은 심사 대상 투자 건과 관련하여 필요한 현지실사를 수행하고 현지실사 결과를 심사보고서에 기재하여야 한다.				
출장(여행) 기 간	2023년 1월 16일(월) ~ 1월 20일(금) (3박 5일간)				
출장(여행)지	영국 런던				
출장(여행)자	소 속	직 급	성 명	성 별	연 령
	자금운용본부	2급	최선영	여	만 42
	리스크관리본부	2급	김원진	남	만 36

II. 출장내용

월 일 (요일)	출발지	도착지	방문기관	업무수행내용 (수집할 자료목록, 질의할 내용 등)	접촉인물 (직책포함)
1.16(월)	인천	런던	-	○ 11:05 ~ : 출국 ○ 16:30 ~ : 현지 도착 및 입국수속	-
1.17(화)	런던	런던	ING Bank 및 RiverRock (글로벌 IB/ 운용사)	○ 09:00 ~ 12:00 - 유럽 금융시장 및 레버리지 론 동향 등 - 유럽 PDF 시장 동향 등	ING Bank · David Owens (MD) · James Smith (Economist) RiverRock · Giuseppe Leppi (CEO) · Taro Goto (PM)
			BoA (주선사)	○ 14:00 ~ 16:00 - 본건 관련 Q&A - 유럽 레버리지 론 시장 전망 등	· Murad Khaled (MD) · Fabian Ansorg (MD)
1.18(수)	런던	런던	CVC (스폰서)	○ 10:30 ~ 12:30 - 본건 관련 Q&A 등	· David Wells (MD) ※ UK Deal Team 담당자
			대표브랜드 Flagship Store 현장 실사	○ 14:00 ~ 15:00 - 대표브랜드(T2) Flagship Store 방문 - 차(茶)판매 실태 확인	-
			차(茶) 판매 매장 현장 실사	○ 15:30 ~ 17:30 - 영국 내 유통체인 방문 : Waitrose, Tesco, Sainsbury' s, H&B - 차(茶) 판매 실태 확인 - 경쟁 브랜드 현황 확인	-
1.19(목)	런던	인천	골드만삭스 (주선사)	○ 09:00 ~ 11:00 - 본건 관련 Q&A 등	· Stefan Duffner (MD) ※ 매도자 매각자문팀 · Rahul Mistry (MD) ※ 본건 신디케이션팀
			-	○ 18:50 ~ : 귀국	
1.20(금)	인천	인천	-	○ 16:05 ~ : 입국	

Ⅲ. 주요 실사 내용

□ 기관 미팅 주요 내용 ('23.1.17 ~ '23.1.19)

【 1.17(화), 유럽 현지 글로벌 IB 및 운용사 미팅 : ING Bank, RiverRock 】

□ 유럽 매크로 시장 동향

- (에너지) '22년 유럽의 천연가스 가격이 급등하였으나, 8월 이후 가격은 약 40% 하락하였고, 현재 우크라이나 전쟁 이전 가격 수준으로 안정화
- (고용) 영국 등 선진 유럽국가는 인력 부족을 겪고 있으며, 대부분의 기업들이 생산 감소의 가장 큰 요인으로 구인난을 꼽고 있음. 경기침체로 인해 기업들이 신규 채용을 늘리지는 않더라도 구인난으로 인해 기존 직원을 해고할 확률은 과거에 비해 낮아져 과거 경기침체 시기와 같이 실업률이 급증하지 않을 것으로 예상됨 → '08년 금융위기 대비 유럽의 경기침체 정도가 약한 수준일 것으로 예상되는 요인
- (물가) 미국 및 유럽의 물가상승률은 정점을 찍고 내려오고 있는 상황임
- (금리) 유럽 중앙은행은 '22년말까지 공격적으로 금리를 인상하였고, 이후 금리 인상을 지속/유지할 것으로 예상, 올해 유럽은 기준금리를 약 125bp 인상 예상
- (영국 기준금리 전망) 영국은 천연가스를 많이 소비하고, 다른 유럽국가들보다 고용시장이 더 타이트한 편임 → 미국보다 늦은 '24년부터 기준금리를 인하할 것으로 예상되며, 영국 기준금리는 4%~4.25% 예상

□ 유럽 레버리지 론 시장 동향

- '22년 한 해 유럽 레버리지 론 시장은 정체되어 있었으나, 올해들어 회복 시그널이 점차 나타나고 있으며, 그럼에도 불구하고 여전히 발행량은 충분하지 않은 상황 → 가격은 점차 정상화될 것으로 예상됨
- 미국 시장은 유럽 대비 딜이 많은 상황이나, 유럽은 시장에 나온 딜이 신규 건보다는 대부분 만기 연장건으로, 신규 투자기회는 많지 않은 상황임
- CLO 시장은 수요가 다시 회복되고 있는 상황임

□ 유럽 PDF 시장 동향

- 아시아 기업의 경우, 자녀들에게 세습하는 경향이 크고, 미국 기업은 세습보다는 적정 가격에 사고자 하는 자에게 매각하는 경향이 크게 나타나며, 유럽의 경우 이 둘의 중간에 위치 → 미국 레버리지 론 시장이 1980년대부터 먼저 발전하게 되었고, 글로벌 PDF 시장에서 북미가 유럽보다 2배 정도 큰 규모를 형성
- 현재 시장에서는 프로젝트/블라인드 펀드 각각 장단점에 따라 선호도 차이
- 현재 유럽 PDF 시장에서 직접대출과 메자닌의 투자기간 및 기대수익률 수준
 - 직접대출 선순위 : 만기 7년이나, 실질 만기는 5년반~6년, 우크라이나 전쟁 이전에는 수익률이 5% 수준이었으나, 현재는 10% 수준임
 - 메자닌 : 만기 8~9년, 수익률 타겟은 우크라이나 전쟁 이전에는 10% 수준, 현재는 13~15% 수준으로, 리스크 대비 리턴 관점에서 선순위론이 유리한 시장

【 1.17(화), 주선금융기관 미팅 : Bank of America 】

□ 본건에 주선금융기관으로 참여한 배경 및 주요 검토 요소

- 대상회사는 茶 시장에서 독보적인 글로벌 1위 회사로, 국가/상품/가격대 등 포트폴리오가 다각화 되어있고, 산업 자체가 매우 안정적인 경기 방어적 산업으로, 인플레이션 환경에서도 상품 가격전가에 성공하며 크게 영향을 받지 않았음
- ‘22년 시장 상황이 매우 어려웠기 때문에 모든 Deal이 Sell down 하는데 오랜 시간이 필요했으나, 본건은 연내 Sell down을 완료하였음
→ 참여 기관들도 매우 다양한 국가, 다양한 성격의 기관들로, 그들의 티켓 사이즈 또한 컸기 때문에 본건의 우수성을 입증한다고 생각함
- 본건 스폰서인 CVC는 Carve-out Deal에서 매우 우수한 트랙 레코드를 보유하고 있으며, 시장에서는 해당 영역에서 CVC를 유럽 내 가장 뛰어난 PE 스폰서로 평가하고 있음 → 본건 딜의 성공요인 중 하나였음
- BOA는 보수적인 기관으로, 딜의 리스크를 평가하여 매우 선별적으로 딜을 선정하는 경향이 있음 → 딜 수가 적더라도 선정기준이 높은 특징이 있음

□ 유럽 레버리지 론 시장 동향

- 유동성 위기로 거래절벽이었던 ‘22년과 비교해 올해는 시장이 점차 회복하는 시그널을 보이고 있으나, 투자심리는 아직 회복되지 않아 크레딧 퀄리티에 따라 자산간 가격차별화가 존재할 것으로 생각됨
- 북미 대비 유럽시장이 가진 가장 큰 장점은 유럽시장이 전반적으로 미국 대비 저평가 되어있어 인수합병 투자기회가 많다는 점이고, FX관점에서도 EUR의 스왑 프리미엄이 다른 통화에 대해 대부분 우수하기 때문에 투자자들에게 유리한 면이 있으며, 대형 PE 스폰서딜이 대부분을 차지하고 있어 다양한 스폰서들이 존재하는 미국 대비 스폰서 실사 측면에서도 유리
- 일반적으로 유럽 레버리지론 시장의 스프레드는 미국시장보다 100bp 정도 높은 경향이 있으며, 현 시점에서는 500bp 수준에서 거래 중임
- Tech, 헬스케어, 비즈니스 서비스 등 경기방어 섹터가 경기민감 섹터 대비 아웃퍼폼할 것으로 예상되며, 기업 중에서는 고금리/경기침체에도 매출/현금흐름에 영향이 적은 부채/이자상환능력이 우수한 기업들에 투자자들의 관심이 집중될 것으로 생각됨

□ 기타 본건 Q&A

- 본건처럼 조기상환 보호기간 6개월이 일반적인지
 - 유럽 레버리지론 시장에서 이는 일반적이며, 간혹 12개월이 적용되기도 하지만, 6개월, 1년 이내 조기상환 되는 경우는 거의 없음. CVC는 대상회사 Value up/Creation Plan을 구현(완료까지 최소 2년 예상)하는데 힘쓰고 있어 근시일 내 리파이낸싱될 확률은 매우 낮다고 생각됨
- 영국 경제침체와 함께 파업 등 사회적 이슈가 대상회사 매출에 미칠 영향
 - 대상회사 매출은 전세계 약 80개 지역으로 다변화 되어있고, 영국은 비중이 작음. 차는 필수 소비재로 경기에 크게 영향을 받지 않고, 상품가격 전이도 용이하여 매출에 큰 영향을 미치지 않는다고 판단함

【 1.18(수), 스폰서 미팅 : CVC 】

□ 본건 투자 배경

- 차 산업 자체가 구조적으로 꾸준히 성장하는 산업으로, 연간 4~6%대의 성장세가 유지
- 대상회사는 글로벌 인지도가 높은 Lipton, PG Tips, Pukka, Tazo 등과 같이 다양하게 잘 갖춰진 차 브랜드를 보유하고 있으며, 수직적으로 통합된 글로벌 공급망을 보유하고 있어, 자산의 투자매력도가 높고, 산업 내 독보적인 시장점유율을 보유하고 있는 시장 선도기업임

□ 대상회사 운영 전략

- Unilever로부터 분사하여 독립법인으로써 기반을 잘 세울 수 있도록 새로운 경영진을 통한 리더십 정립 및 시스템 안정화 구현
- Value Creation 시행 : ①Commercial Value Creation Plan, ②Operational Plan을 통해 마케팅, 생산/유통 효율화를 통해 기업 성장을 도모할 예정
- 지급기한 연장, 재고 기간 단축 등을 통해 Capital efficient 구조화 계획
- ESG 강화 : 차는 탄소중립 농작물로 건강과 웰빙 컨셉에 부합

□ 향후 M&A 및 Capex 투입 계획, Upside 요소

- 기본적으로 차 산업은 Capex-efficient 산업으로, 큰 금액의 투자가 요구되지 않지만, VCP 실행을 위해 초기에 큰 규모의 투자가 있을 수 있음
- M&A는 현재 계획한 바는 없으나, 보유하고 있는 플랫폼 및 스케일을 활용하여 추가 M&A를 통해 Upside를 기대할 수 있음
- CVC가 제시한 Base Case는 회사의 자연 성장만 고려한 것으로, 매우 보수적이고 달성 가능성이 높은 목표치이며, 제품 프리미엄화 등에 성공할 경우 차 산업의 연간 성장률인 5%보다 높은 성장이 가능할 것으로 예상

□ Exit 전략 : IPO를 계획하고 있음

□ Unilever에서 분할 시 인도/인도네시아/네팔, 펄시/립톤 JV 사업부문 배제 사유

- 해당 사업부문은 Unilever에서 50~80% 정도만 소유하고 있어, 분사를 위해 타사와 협의가 이루어져야만 했고, 인수 구조가 복잡하여 제외
- 해당 사업부문은 기존에 영위하던 사업 외에 향후 Ekaterra 브랜드를 활용한 사업영역을 확장할 수 없고, 펄시/립톤 JV의 경우 Unilever에 남아 있으나 이는 Unilever의 중점사업부가 아님

□ 기타 본건 Q&A

- 시장 악화를 대비한 CVC 전략 : 최근 몇 년 간 Unilever 사업부내에서 소외되면서 매출 성장이 정체되었으나, 스폰서 인수 후 제품가격 인상 및 마케팅 강화 등에 따라 매출이 증대하였고, 차는 생수와 같이 필수적인 식품으로, 단가가 낮고 경기 방어적 성격이 강해 경기침체에도 영향이 미미할 것으로 판단됨
- 타 국가 진출 계획 : Base Case 상 신규 시장진입은 계획하고 있지 않음
- 예상 Exit 시점 : Base Case 상 약 5년~5년 반 후 Exit 예상
- 스폰서 배당계획 : 현재 배당 계획은 없음
- 매출 증대 시기 : '22년 하반기부터 매출 성장세가 나타날 것임
- 브랜드 추가 여부 : 추후 신규 브랜드를 론칭하기 보다는 현재 주요 브랜드 성장이 목표임

【 1.19(목), 주선금융기관 미팅 : 골드만삭스 】

□ 본건에 주선금융기관으로 참여한 배경

- Ekaterra는 시장에서 명확한 **차 산업의 리더**로, 수직계열화를 통해 공정의 모든 부분에 대해 관리/감독이 가능한 **효율적 구조**를 보유하고 있음
- Unilever에서 분사 후, 마케팅 투자 등 under-managed된 부분에 대해 집중 개선하고 기존 브랜드들을 재정비하여 **더 나은 회사로 변모할 수 있는 기회**가 명확히 보이는 회사라고 판단
- Unilever는 Ekaterra 매도 당시 골드만삭스에게 M&A 자문을 받았으며, 매도자의 요청에 따라 당사 및 은행 2社가 Debt financing을 제공
- 당사 입장에서 **대상회사는 매우 강력한 사업구조 및 시장지배력을 보유한 회사**로, 매도자 파이낸싱(Staple Financing)까지 책임질 정도로 투자 확신도가 높은 딜이었음

□ 본건 후순위로 참여한 GS 메자닌 펀드 투자 배경

- 당사가 본건 매각 자문사로 참여할 때부터 메자닌 투자를 검토했고, 메자닌 투자자 관점에서 분사 후 비용 절감, 차 프리미엄화 등 성장 가능성 및 산업 안정성을 모두 고려
- 다른 메자닌 펀드들도 참여를 검토 중이었으나, 보수적인 메자닌 투자자들 관점에서는 경기민감 산업이나 원재료의 변동성에 많이 노출된 회사를 기피하는 성향을 가지고 있었고, 차는 매일, 매시간 소비되는 만큼 안정적인 수요기반이 보장되고, CVC가 실행 예정인 Value-up 계획 등을 접했을 때 투자처로 매력적이라고 판단

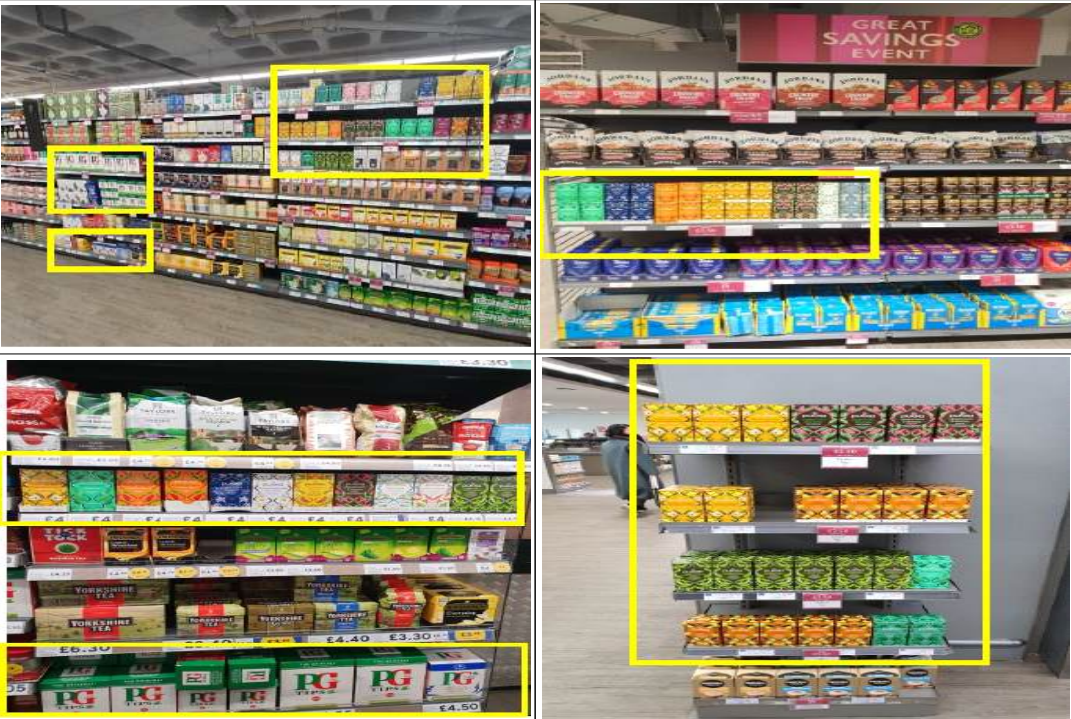
□ 본건 EUR TLB 관련, Elliot 컨소시엄에서 전액 할인 매입했다는 블룸버그 기사 내용에 대한 설명

- EUR TLB는 1,575mn의 매우 큰 규모로 발행되었고, GS 포함, 8개 은행이 대부분을 보유하였으며, ‘22년 유럽 레버리지론 시장이 유동성 위기를 겪고 있어 시장에서 신디케이션 진행이 어려운 상황이었음
- 은행의 경우, 연말 복을 정리해야 한다는 압박을 받고 있는 상황에서 Elliot을 비롯한 몇몇 운용사들이 대규모 인수를 희망하면서, 그에 상응하는 가격 할인을 요구
 - ☞ Elliot 컨소시엄에 전량 셀다운을 결정/완료, 더 이상 시장에 나올 EUR TLB 물량은 없음
 - ☞ GBP TLB는 EUR TLB와 다르게 작년 여름 유럽 및 아시아 은행 등에 셀다운 완료

□ 기타 본건 Q&A

- Unilever가 Pukka, Tazo 인수 등 차 사업에 적극적이었음에도 불구하고, 매각 사유
 - Unilever는 Ekaterra 사업이 매우 안정적이나, 회사가 원하는 수준의 높은 성장률이 기대되는 사업은 아니라고 판단, 성장 가능성이 높은 사업에 주력하기 위해 매각 결정
- Unilever로부터 Ekaterra 분할 마무리 여부
 - 순조로운 분할을 위해 Unilever와 시스템 분할 지원계약(TSA)을 체결하여 시행 중이며, ‘23년 하반기부터 독립된 조직으로써 최적화 달성이 예상되며, 법적 분리는 이미 완료되어 현재 Ekaterra는 CVC 소유임

□ 차(茶) 판매 현장 방문 주요 내용 ('23.1.18)

구분	주요 내용
T2 Flagship Store	○ T2는 Ekaterra 내 최고급 브랜드로, Flagship Store에서는 다각화된 차(茶) 제품뿐만 아니라 Tea-ware, 선물세트 등도 판매하고 있음 - 차 제품들은 타 브랜드와 차별화되는 특별한 맛과 효능을 제공함 ○ 매장(292 Regent Street, London)은 런던 소호 거리 중심 명품 상가들 사이에 위치하여 프리미엄 브랜드 이미지를 제고하고 있음 T2 Flagship Store 
일반 차(茶) 판매매장	○ 방문 매장 : Waitrose, Tesco, Sainsbury's, Holland&Barrett ○ 런던 시내 차 판매 매장을 방문, 대상회사에서 제조한 차 상품의 판매 등 시장 실태 확인 → 방문한 모든 매장의 차 판매코너에 Pukka, PG Tips 제품 진열 중 ○ 제품특성 상 매대진열 위치가 중요, 프리미엄 브랜드인 Pukka 및 영국 1위 중저가 브랜드인 PG Tips는 소비자의 눈높이에 맞는 매대 상단에 진열 중 Waitrose, Tesco, Sainsbury's, Holland&Barrett 

IV. 첨부자료

☐ 기관 미팅 사진

ING Bank 및 RiverRock



Bank of America



CVC



골드만삭스

