

노인 주거와 헬스케어 리츠, 웰타워를 중심으로

'22년 3월 연준이 금리인상을 한 이후로 리츠는 냉각기에 접어들었다. 기본적으로 리츠는 미국 장기 국채의 모양을 추종하기에 금리 인상 시 지수가 따라서 하락하는 모습을 보인다. 미국 전 리츠 지수(FNAR)와 금리의 강한 상관관계에서 이를 확인 가능하다. 허나 웰타워, 벤타스 등 헬스케어 리츠는 S&P 500과 비교해도 비슷하거나 오히려 상회하는 수익률을 보여주었다. 섹터별로 비교해도 데이터센터에 이어 가장 높은 수준의 수익률이다.

이와 같은 헬스케어 리츠의 아웃퍼폼은 동일점포NOI(SSNOI) 추이에서도 확인 가능하다. SSNOI 성장률은 대유행 이전 수준을 회복하는데 그치지 않고 오히려 성장하는 모습을 보여주었다. 해당 개요가 나타난 원인으로 운영환경 개선이 원인으로 꼽힌다. 코로나 대유행 이후 크게 떨어졌던 점유율이 상당 부분 회복되었고, 렌트비 또한 그 증가율이 안정적인 모양새를 보이면서 수익이 크게 증가하였다. 비용 또한 같이 증가하였지만 수익의 변동폭이 더 커 NOI 측면에서 긍정적인 영향이 있었다.

장기적으로는 노인 인구가 가파르게 증가하고 있고, 주거 재고 수량의 증가세는 꺾이고 있어 수요는 증가하는데 공급이 감소하는 구조가 지속될 것으로 생각된다. 현재에도 수요와 공급의 미스매치로 인해 SSNOI의 증가세가 심화되는 경향이 나타나며, 이러한 현상이 지속될 시 임대료는 계속하여 상승 압력을 받게 될 것이다. 많은 헬스케어 리츠들이 이런 상황에서 물량확보를 위해 노력하고 있으며 특히 수익성이 좋은 SHOP부분을 확장해나가고 있다.

미국의 민간 리츠가 노인 주거 시장을 이끌고 있다면, 일본의 경우 생명보험사가, 유럽의 경우 국가 또는 개인이 주도적으로 나서서 노인 주거 시장을 이끌고 있다. 국내에서도 건설사, PE, 생명보험사가 미래 먹거리로 삼고 있으며 국토부 주관 국내 첫 헬스케어 리츠가 도입되는 등 관련 시장이 태동중이고, 베이비붐 세대의 고령화가 본격화되며 수요 폭증의 초입에 있어 미국 등 여러 국가의 사례를 참조하여 해당 산업의 성장이 기대된다.

리츠 불황기에도 성장한 헬스케어 리츠

아직 회복하지 못한 전체 리츠,
S&P500 과 비슷한 수준으로
성장한 헬스케어 리츠

지난 '22년 3월 연준의 금리 인상을 이후로 조달금리 상승으로 인한 비용 증가 등의 이유로 리츠는 불황기에 접어들었다. 전체 리츠의 투자성과를 나타내는 FNAR 지수는 여전히 6년 전 수준에 머물며 시장 수익률을 크게 하회했다. 하지만 웰타워(Welltower, WELL)와 벤타스(Ventas, VTR) 등 대형 헬스케어 리츠들은 S&P500과 비슷하거나 오히려 상회하는 수익률을 보였다. 섹터별 수익률을 비교해봐도 스페셜티, 데이터센터에 이어 가장 높은 수준이다.

그림1 미국 리츠 지수 및 주요 헬스케어 리츠 주가 추이

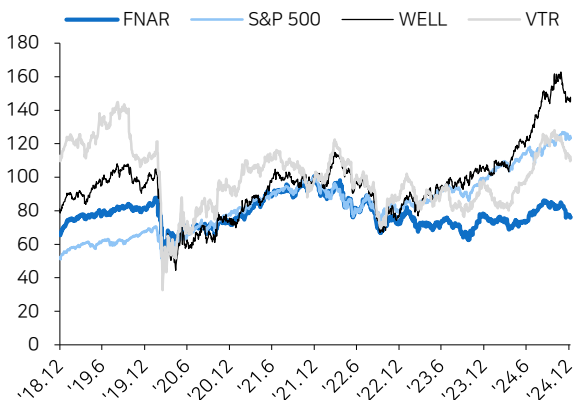
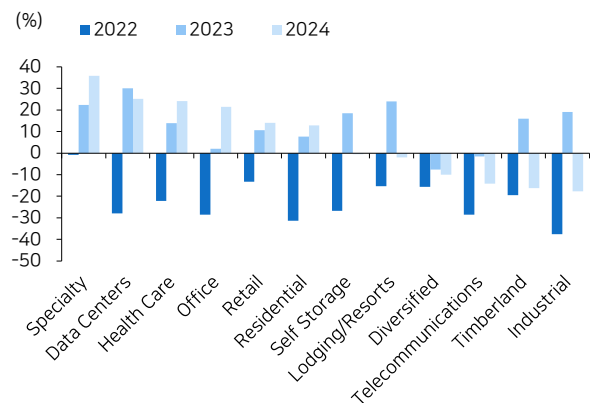
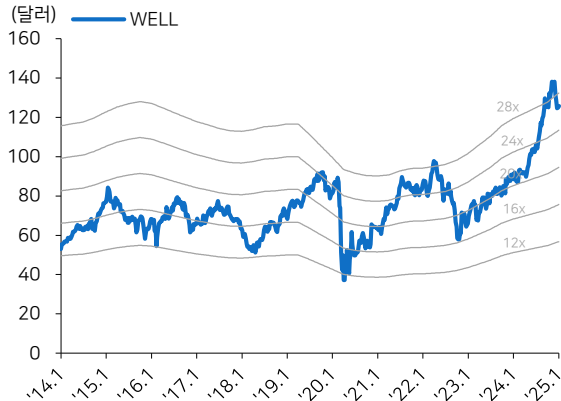


그림2 미국 리츠 섹터별 연간 수익률



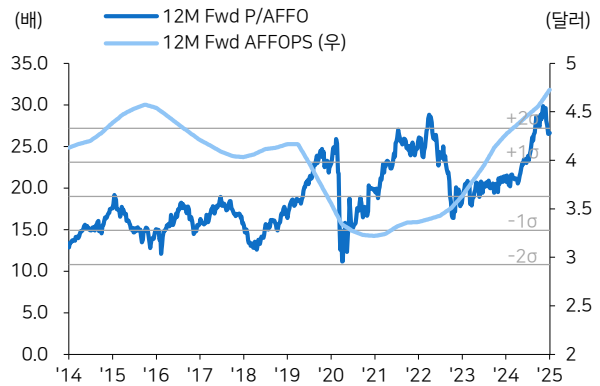
특히 북미 지역 헬스케어 리츠의 최대 기업인 웰타워의 AFFOPS가 빠르게 증가하고 있고, 멀티플은 현재 역사상 고점을 찍고 현재 소폭 하락한 26~27x 수준이다. (웰타워 제외 헬스케어 평균 14~15x) 어떤 점이 헬스케어 리츠의 매력도를 높이고 있는 것일까.

그림3 웰타워 주가 및 주가 밴드 추이



주: 멀티플은 12M Fwd AFFOPS 기준,
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 웰타워 12개월 선행 P/AFFO 및 AFFOPS 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리의 영향으로 좋아진 것은 아니다

등락 모양은 비슷하지만,
급등의 원인은 아님

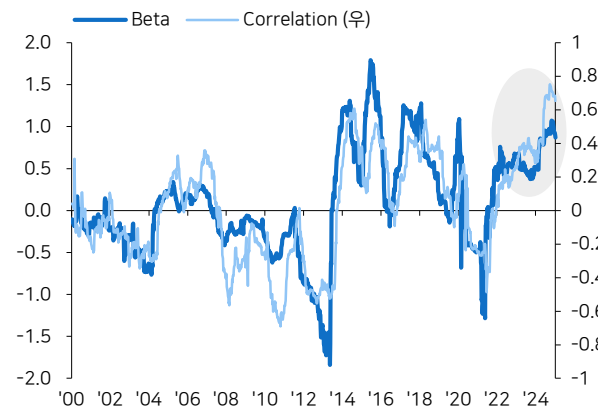
국채 금리와 리츠 지수의 연관성이 높긴 하지만, 리츠 지수의 단기 변동만 설명하고 장기적인 변동을 설명하지는 못했다. 일반적으로 미국 국채가 시장 금리에 영향을 주고 이는 리츠의 Cap Rate에 직결되기에, 미국 장기 국채와 리츠 지수는 강한 연관성을 갖는다. '22년 이후 두 값의 상관도가 높아지면서(0.7), 국채의 등락 모양새를 리츠가 그대로 따라갔다. 같은 기간 민감도 또한 크게 상승하여(1.0), 최근 미국 금리의 매파적 인하 및 점도표 수정으로 인해 금리가 크게 뚝 떨어졌던 것이 리츠 지수에 더 크고 빠르게 반영되었다. 하지만 연말 금리가 연초보다 오히려 64bp 높기에 장기적으로 국채 금리가 리츠 지수를 설명하지 못한다. 즉 멀티플 상승의 이유로 금리 하락을 이야기하기 힘들다.

그림5 미국 리츠 지수와 미국 국채 10년물 비교



주: 미국채 10년물 금리 역추
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 국채와 리츠 지수의 수익률 민감도와 상관도



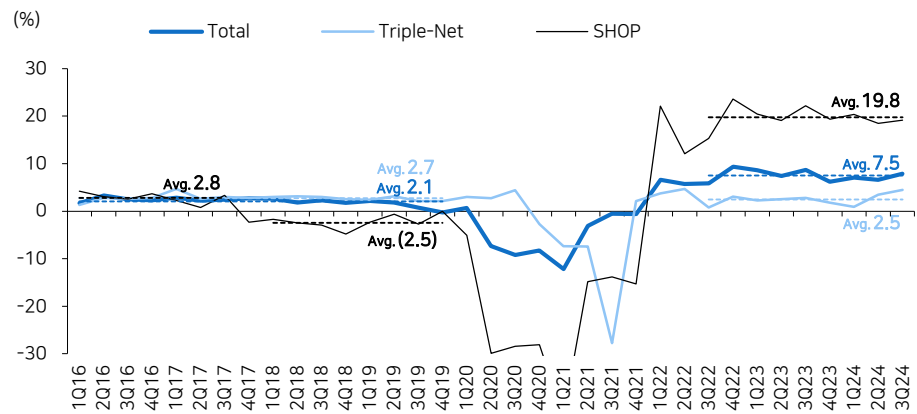
주: 직전 52개주 미국채 10년물과 리츠 종합 지수의 수익률간 베타와 상관계수
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

NOI가 대유행 전보다 좋아졌다

대유행 전과 대비하여
크게 상승해 유지되는 SSNOI

헬스케어 리츠의 멀티플 및 AFFOPS가 증가한 배경에는 먼저 대유행을 겪으며 큰 폭으로 떨어졌던 동일점포 NOI (Same Store NOI, SSNOI)의 증가율이 회복하며 오히려 대유행 이전보다 높은 수준을 유지하고 있다는 점이 작용한다. SSNOI는 신규 취득한 자산이나 매각한 자산의 수익성을 제외하고, 운영 중인 기존 자산에서 발생한 수익과 비용을 기반으로 계산하기에 운영 중인 리츠의 내부 성과를 표현하기에 적합하다. 이러한 SSNOI 증가율이 대유행 이전보다 증가했고, (전체 평균 2.1%→7.5%) 증가한 수치가 유지되고 있다. 특히 노인 주거 중 일정한 임대료를 받는 Triple-Net방식의 증가율은 대유행 전 수준과 비슷한데 비해 (2.7%→2.5%), 리츠가 운영에 참여하는 SHOP방식의 증가율이 대유행 전에 비해 크게 증가하며 (-2.5%→19.8%) 전체적인 상승세를 이끌었다.

그림7 헬스케어 리츠 사업유형별 SSNOI 증가율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 헬스케어 리츠의 주요 투자대상

유형	주요 투자대상
노인 주거 (Senior Housing)	독립 주거(Independent Living), 생활보조 주거(Assisted Living)
장기요양시설 (Skilled nursing facilities, SNFs)	종합요양시설 (Congregate care), 장기 간병서비스시설 (Long term care), 중증치료병원 (Acute care), 치매케어시설 (Alzheimer's care)
은퇴주거복합단지 (CCRC)	Continuing Care Retirement Community
의료시설 (Hospitals)	메디컬빌딩 (Medical office buildings, MOB), 단기치료 병원, 회복 병원 (Rehabilitation hospitals), 물리치료실
연구시설 (Life Science & Research Facilities)	생명공학센터

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 노인 주거 운영 방식

운영 방식	SHOP (Senior Housing Operating Properties)	Triple-Net
운영 리스크(수익)	높음	낮음
운영 관여	전문 운영업체를 고용하여 직접 운영	임차인에게 리스 후 임대료를 수령
수익성	운용 성과에 따라 변동	고정 임대료
비용 부담 주체	리츠	임차인

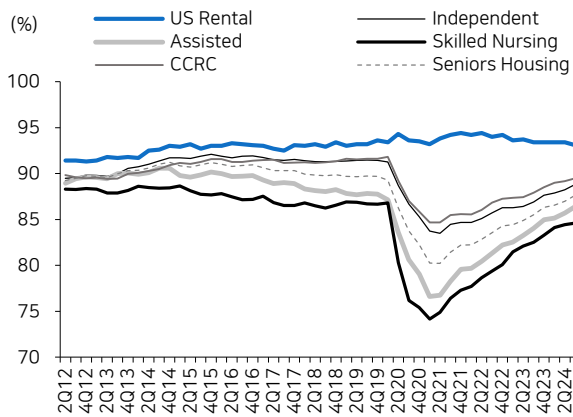
자료: 메리츠증권 리서치센터

빈방은 채워지고 임대료가 올랐다

점유율은 87% 회복되고
임대료는 올랐다 회귀중이다

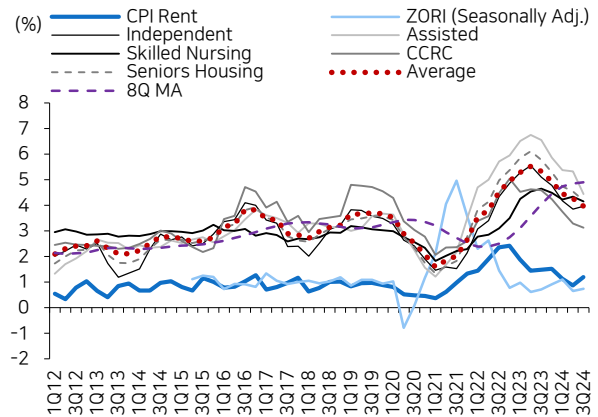
SSNOI의 증가율이 대유행 당시 감소하였다 증가하는 형태를 나타낸 원인은 점유율과 임대료 상승률의 하락 후 상승에 있다. 헬스케어 리츠 자산들의 점유율은 대유행 이전까지 안정적인 모습을 보여주다 대유행 당시 높은 사망률 및 퇴거 등으로 인해 평균 9.4%p 정도로 크게 떨어졌다. '21년 초 저점을 찍은 이후 점차 점유율을 회복해, 현재 대유행 직전부터 저점까지의 하락폭 대비 평균 87% 회복하며 공실을 줄여나가는 중이다. 또한 대유행 당시 정체되었던 임대료 상승률이 '22년 급격히 상승한 이후 현재 역사적 평균 수준(노인 주거 2.5%, SNFs & CCRC 3.0%)으로 회귀 중이다.

그림8 헬스케어 리츠 유형별 안정화 점유율 추이



자료: NIC, U.S. Census, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 헬스케어 리츠 유형별 임대료 상승률 추이

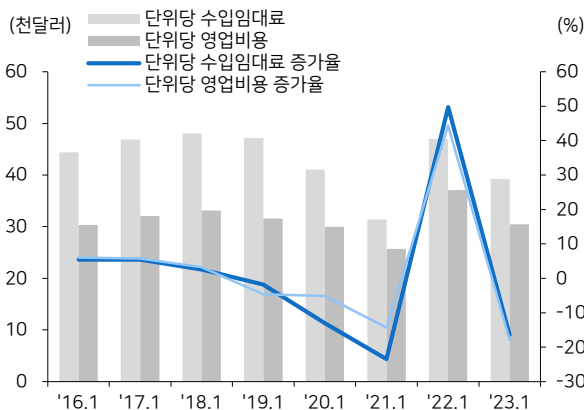


자료: Zillow, FED of St. Louis, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SSNOI의 전체적인 개형은
점유율과 임대료의 효과지만...

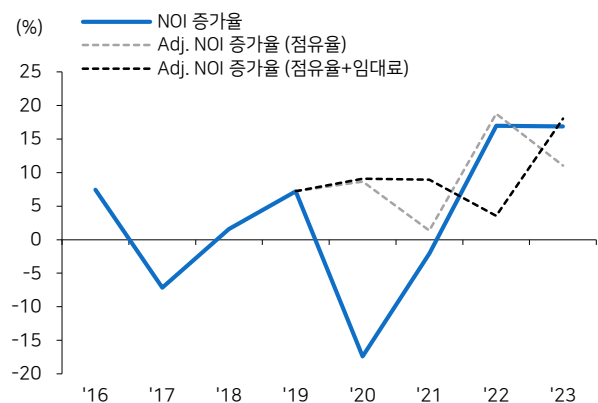
점유율과 임대료 상승률의 하락 및 상승은 비용 측면보다 수익 측면에서 더욱 영향이 강력했다. 대유행 기간 수입 임대료와 영업비용 모두 감소하였지만 수입임대료가 더 큰 폭으로 하락하여 NOI에 부정적이었고, 대유행 이후에는 수입임대료 상승률이 커지면서 NOI에 긍정적이었다. NOI에서 점유율과 임대료 효과를 제거했을 때 그래프 형태 변화가 두 지표의 영향을 반증한다. 해당 결과에서 ① 두 지표의 효과를 제거하더라도 '23년부터 NOI 수치가 개선되고 있다는 점과 ② 13% 정도의 점유율 회복에 따른 NOI상승이 내재되어 있다는 점이 확인된다.

그림10 웰타워 SHOP 수입 임대료 및 영업비용 증가율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 점유율과 임대료 효과를 고려한 웰타워 NOI 증가율



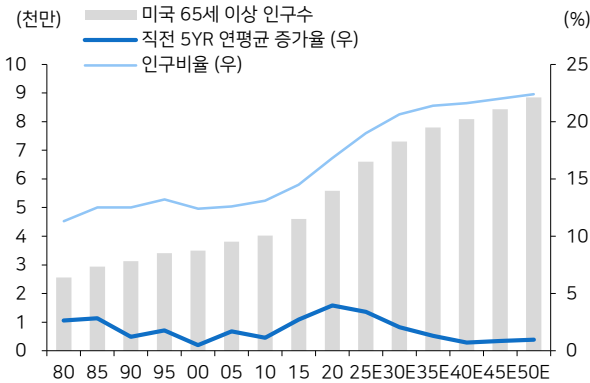
주: '19년 점유율이 '23년까지 이어지고, 같은 기간 렌트비 일정 비율 증가 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

늘어가는 미국과 줄어드는 공급

베이비부머 세대의
본격적인 노령화

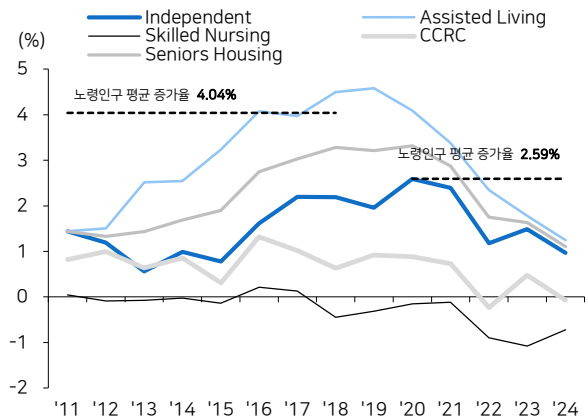
SSNOI가 높게 유지되고 헬스케어 리츠의 멀티플이 높아진 배경에는 노인 인구 증가와 공급물량의 부족에 따른 효과 또한 존재한다. Census에 따르면 현재 미국의 65세 이상 인구는 5천 7백만명 규모이며, '15년~'25년의 65세 이상 인구수 연평균 증가율은 3.7%로 급격한 상승 중이며 베이비부머 세대가 모두 65세가 되는 '30년까지는 이어질 예정이다. 시니어 주거의 실질적 수요자인 미국의 75세 이상 인구가 앞으로 10년간 급격히 성장할 것으로 예측되기에 기본적인 모수 증가의 영향으로 노인 주거 시장의 수요의 증가세가 더욱 강화되고 있다.

그림12 미국 고령 인구 증가세 추이



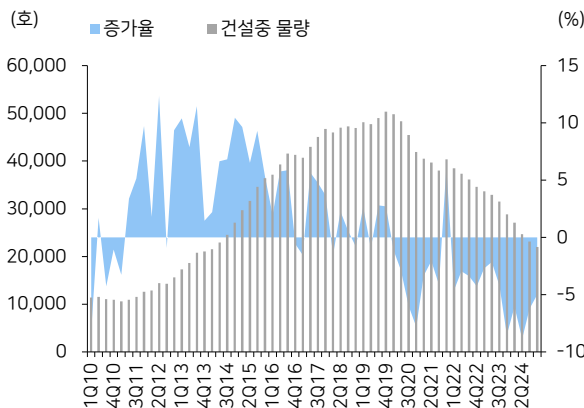
자료: U.S. Census, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 노인 주거 유형별 재고 증가율 추이



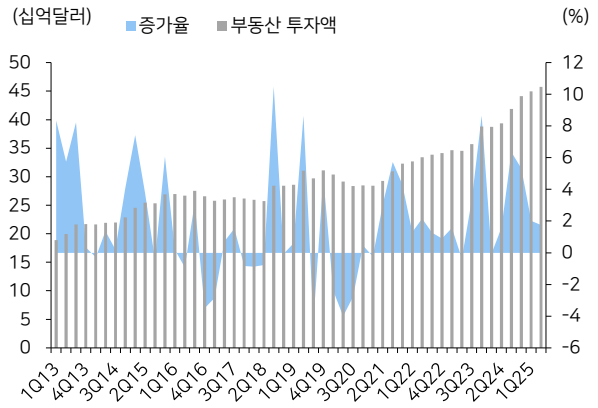
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 노인 주거 건설 중 물량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 웰타워 부동산 자산 및 증가율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

공사비 원가 부담으로
줄어드는 건설 중 물량
그리고 투자를 늘려가는 리츠들

반면 공급 측면에서 재고 증가율이 노령인구 평균 증가율을 계속해서 하회했으며, 그 증가세 또한 꺾여 줄어드는 모습입니다. 특히 '20년 이후로 건설 중 물량은 오히려 급격한 감소세로 접어들어 공급 부족이 더욱 심화될 전망이다.

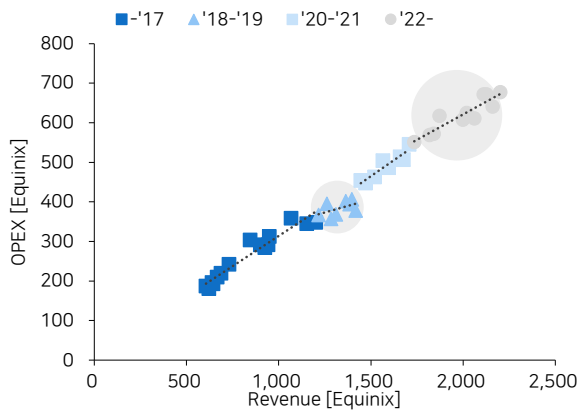
노령 인구수 증가율의 성장과 공급 물량의 감소는 렌트비 증가세에 강한 압박을 주고 있고, SSNOI의 성장세가 이렇게 가파르게 변한 원인에는 수요와 공급의 불일치 또한 작용한다. 이런 상황에서 많은 헬스케어 리츠 기업들이 공급 물량을 확보하기 위해 뛰어든 것으로 예측된다. 공급의 증가세가 수요의 증가세를 따라잡기

까지는 아직 많은 장벽이 남아있어 헬스케어 리츠에 긍정적인 요인들이 더 많은 상황이고, 장기적으로도 좋은 기류가 계속 이어질 것으로 보인다.

다만 SSNOI의 상승세가 지속될지는 지켜봐야 한다

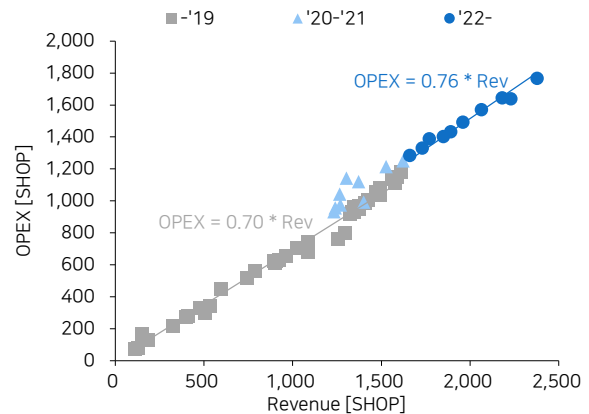
SSNOI의 가파른 상승세가 일시적인 상승은 아니라고 사료된다. OPEX-Revenue 그래프에서 NOI가 좋아지는 두가지 방식이 있다. 기울기가 감소하거나, 점을 찍는 간격이 멀어지는 방식이다. 펀더멘탈이 아닌 일시적인 효과로 영업상황이 좋아졌을 때 추세선의 그래프 기울기가 낮아지는 현상이 나타났다. 이는 데이터센터 리츠인 Equinix의 그래프에서 확인 가능하다. 헬스케어 리츠의 SHOP분야에서 해당 기울기 변화가 나타나지 않았고, 점의 간격이 멀어지는 형식으로 NOI의 증가세가 나타난 것이기 때문에 현재로서는 해당 상승세의 유지가 예상되지만, 해당 수치의 주기적인 모니터링이 필요하다.

그림16 Equinix 매출과 OPEX



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 헬스케어 리츠 SHOP 매출과 OPEX



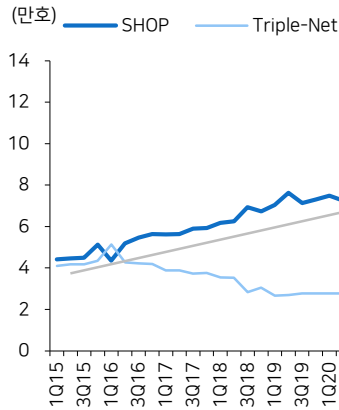
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

수익성이 좋은 SHOP으로의 전환 가속화

당분간 SHOP에 집중한
헬스케어 리츠의
상승세가 이어질 전망

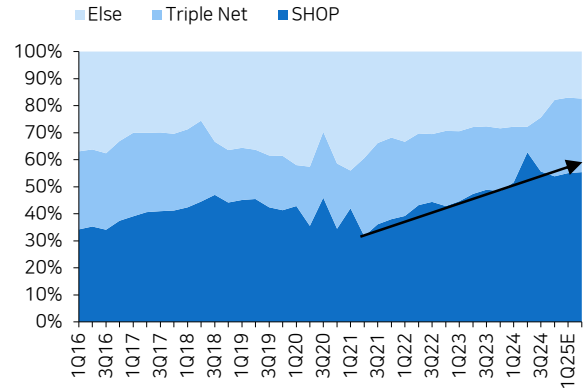
SHOP부문에서는 서비스 다각화 및 운영 최적화를 위한 노력이 SSNOI 성장률 등의 수치에서 나타나고 있고, 의료 비용 상승으로 SNF에 집중했던 기업들은 전망이 어두운 상황이다. 오메가헬스케어 등 SNFs에 집중한 기업보다 웰타워나 벤틀타스 등 SHOP비중을 높인 기업이 더욱 성장한 배경이다. 웰타워는 기존에 보유 하던 Triple-Net 자산들을 SHOP로 전환(2Q24)하는 등 수익성이 좋은 SHOP 자산으로 비율적으로도, 외형적으로도 늘려나가는 상황이며, 벤틀타스도 외연 확장을 가속화중이다. SHOP부문의 SSNOI가 유지되면서 채실 비율이 대유행 이전과 비슷한 수준으로 회복된다면 웰타워, 벤틀타스에 긍정적인 상황이 이어질 것으로 보인다. 다만 다소 안정적인 Triple-Net방식에 비해 SHOP방식은 공실 등 외부 변동에 민감하기에 파동을 주는 외부 요인들의 변화를 민감하게 추적해야 할 필요성이 있다.

그림18 웰타워 사업유형별 보유 단위수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 웰타워 유형별 NOI 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다양한 형태의 각국 노인 주거

건설사, 생보사 등이
미래 먹거리로 제시한 노인 주거

국내에서는 건설사, PE, 생명보험사 등이 미래 먹거리로 헬스케어 노인 주거를 제시하는 상황이다. 일본에서는 생명보험사가 실버타운에 중요한 역할을 담당했던 사례가 존재하고, 국내에서도 생명보험과 실버 산업의 연관도가 높은 상황이다.

그 가운데 첫 삽을 뜬
국내 헬스케어 리츠

미국에서 헬스케어 리츠가 보편화된 형태라면 국내에서는 헬스케어 리츠 시장이 태동하고 있다. '24년 6월 국토부에서 '리츠 활성화 방안'을 제시하며 전통적 부동산 산에서 부동산 금융상품으로 투자 대상을 확대하였고, 프로젝트 리츠를 통해 개발 단계의 규제완화 등 리츠의 활성화를 위한 노력 중이다. 또한 국토부와 LH가 협력하여 민간 주도 헬스케어 리츠 계획을 밝히고, MDM리츠가 개발업체로 참여해 LH와 최근 토지 계약을 체결하며 국내 첫 헬스케어 리츠 프로젝트가 시작되었다. 국내 베이비붐 세대의 고령화가 본격적으로 진행되는 만큼 세계 각국의 다양한 형태의 노인 주거를 참고한 산업의 성장이 기대된다.

표1 주요 국가/지역 시니어 하우징 산업

국가/지역	주요 참여 주체	설명
미국	리츠(헬스케어)	하우징, 케어, 간호 등 세분화되어 여러 분야를 커버하는 리츠
일본	생명보험사	실버타운 거주자에 보험상품 제공 및 설계, 운영 적극적으로 참여
유럽	개인	노인들이 지역에 모여 살며 커뮤니티를 형성(코하우징) 및 국가의 보조
	건설사 / PE	노인 주거에 대한 자체사업 (구상)
한국	생명보험사	생명보험, 건강검진, 주거를 연계한 헬스케어 상품 (구상)
	국토교통부 / LH	국내 첫 헬스케어 리츠 사업 추진중

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.