

Global
REITs

[US REITs]
미국 시니어하우징 시장과
웰타워의 Alpha 전략

부동산팀 | 2026.04

책임연구위원 김다은
daeun.kim@daishin.com



Daishin 증권

Contents

Executive Summary

| | | |
|---------|----------------------------|----|
| Part 1. | 미국 시니어하우징 시장 | 05 |
| Ⅰ. | 시니어하우징 시장 구조 | 06 |
| Ⅱ. | 시니어하우징 시장 트렌드 | 12 |
| Ⅲ. | 시니어하우징 운영시장 특징 | 18 |
| Part 2. | RIDEA, 운영 업사이드를 흡수하는 전략 | 25 |
| Ⅰ. | RIDEA란 무엇인가 | 26 |
| Ⅱ. | 왜 지금 RIDEA 인가 | 30 |
| Part 3. | 웰타워의 Alpha 전략 | 37 |
| Ⅰ. | 부동산 포장지를 쓴 운영회사 | 39 |
| Ⅱ. | 운영: 파트너십 & 데이터 기반의 효율성 극대화 | 42 |
| Ⅲ. | 성장: 자본력으로 여는 SHOP 성장엔진 | 48 |

Executive Summary

미국 시니어하우징 시장은 베이비부머 세대의 후기 고령층 진입이 본격화되는 구조적 변곡점에 들어서고 있다. 80세 이상 인구는 2030년까지 연평균 4~8% 증가하는 반면, 시니어하우징 재고 증가율은 1% 미만까지 떨어져 사상 최저 수준이다. 고금리·고공사비 환경에서 신규 개발 경제성이 저하된 가운데, 2027년 이후 연간 필요 공급량(60만 유닛)과 실제 공급(11만 유닛)의 격차는 해마다 확대될 전망이다. 동시에 고령 1인 가구 증가와 Caregiver ratio(돌봄비율) 하락이 시니어하우징의 필수재화를 가속하고 있다.

RIDEA, 운영 업사이드를 흡수하는 전략

이 구조적 공급 부족 환경에서 RIDEA는 외부 운영사를 통해 시니어하우징의 실제 운영 성과를 리츠 수익에 반영할 수 있게 한 구조로, 시니어하우징 리츠의 핵심 수익 레버로 재부상하고 있다. NNN 구조가 고정 임대료에 묶여 운영 개선 성과를 리츠에 제한적으로만 반영하는 반면, RIDEA 기반의 SHOP 포트폴리오는 입주율 회복과 임대료 인상이 곧바로 NOI 성장으로 직결된다. 웰타워의 SHOP vs NNN NOI 성장률 비교에서 보듯, 2024년 이후 SHOP 자산의 동일자산 NOI는 분기마다 20% 이상 성장을 기록한 반면 NNN 자산은 3~5% 수준에 그쳤다. 공급이 타이트하고 임대료가 오르는 국면에서 운영 성과에 직접 참여하는 RIDEA의 구조적 의미가 더욱 부각되는 시점이다.

웰타워의 Alpha 전략 – RIDEA를 가장 잘 활용하는 회사

웰타워는 글로벌 1위 시니어하우징 리츠로 이 구조적 수혜를 가장 직접적으로 흡수할 수 있는 경쟁우위를 갖고 있다. 첫째, 시니어하우징 NOI 비중이 83%에 달하며 Private Pay 중심 포트폴리오 구성으로 높은 가격결정력을 보유하고 있다. 우량 하이엔드를 기반으로 고소득층을 타겟하여 기존 시장 대비 12% 높은 임대료를 확보하며 수익성을 높였다. 둘째, 지역 강자 운영사와의 파트너십 및 운영 데이터 기반의 WBS 시스템을 적용하여 비용을 효과적으로 관리한다. RevPOR는 연 5% 이상 성장 유지하면서 ExpPOR 성장은 2% 미만으로 통제하는 마진 레버리지 구조를 만들었다. 셋째, 우수한 재무체력과 자본을 기반으로 시니어하우징 투자규모를 늘려 외형과 수익기반을 동시에 강화하고 있다. 운영개선 여지가 있는 자산을 합리적인 가격에 매입해 수익성을 높이는 밸류애드(Value-add) 전략을 추구하고 있다.

웰타워 투자포인트 – 프리미엄을 뒷받침하는 성장

- ① 구조적 공급부족이 뒷받침하는 SHOP 유기적 성장: SHOP 동일자산 점유율 89%는 과거 2015년 최고치 91% 대비 200bp+ 업사이드 잔존. 현재 재고증가율 1% 미만의 사상 최저 공급 환경과 높은 개발 원가가 지속되는 한 점유율 및 임대료 동반 상승과 마진 레버리지 효과 지속 전망
- ② 우수한 수익-비용 스프레드(RevPOR-ExpPOR): 지역 챔피언 운영사와의 파트너십과 15년 이상 축적된 데이터 기반의 운영시스템 WBS로 비용통제 최적화. SHOP 동일자산 NOI 13분기 연속 20% 이상 성장. SHOP 자산 1개당 영업마진 30~45만달러 유지. 경쟁사가 복제불가한 웰타워만의 해자
- ③ 대규모 투자는 주당 FFO 으로 연결 : 2025년 순투자 110억달러, 투자활동으로 인한 주당 FFO 기여분은 0.45달러 (총 증가분의 47%). 2026년에도 +0.30달러 기여 제시. 성장 축은 외형 확장에서 SHOP NOI 유기적 성장으로 이동 중이며, 가이드نس 상향 여지도 존재

웰타워의 12MF P/FFO 34배로 동일 자산군 리츠 벤타스(21배) 대비 프리미엄 있으나 FFO 성장률 격차(웰타워 16% vs 벤타스 8%)가 프리미엄을 정당화. 예상 DPS 2.96달러 기준 배당성장 50% 미만으로 증액 여력도 보유. 기존자산 점유율 상승과 운영 효율화만으로도 높은 이익 성장 가능한 구조. 26~27년 성장률 지속가능성 증명이 핵심

Part 1.

미국 시니어하우징 시장

I. 시니어 하우스 시장 구조

후기고령층 확대와 독거 증가

베이비부머 고령화로
시니어하우스 구조적
수요 확대

미국 시니어하우스 시장의 장기 수요는 베이비부머 세대의 고령화에 힘입어 구조적으로 확대되는 국면이다.

그림1에서 보듯 미국의 65세 이상 인구는 이미 장기간 증가 추세에 진입해 있으며, 향후에도 높은 수준의 증가세가 이어질 전망이다. 시니어하우스 관점에서 더 중요한 것은 단순한 65세 이상 인구 증가가 아니라, 80세 이상 후기고령층의 확대 속도가 더 빠르다는 점이다. 65세 이상 인구가 시니어 하우스 잠재 수요를 의미한다면, 실제 입주 전환을 유발하는 것은 건강 악화, 이동성 저하, 일상생활 지원 필요성이 본격화되는 후기고령층이다.

특히 절대 인구 규모가 큰 베이비부머 세대가 이 구간에 본격 진입하면서, 시니어하우스 시장은 단순한 고령화 수혜를 넘어 실질 수요가 빠르게 증가하는 구조적 성장 단계에 들어설 가능성이 높다.

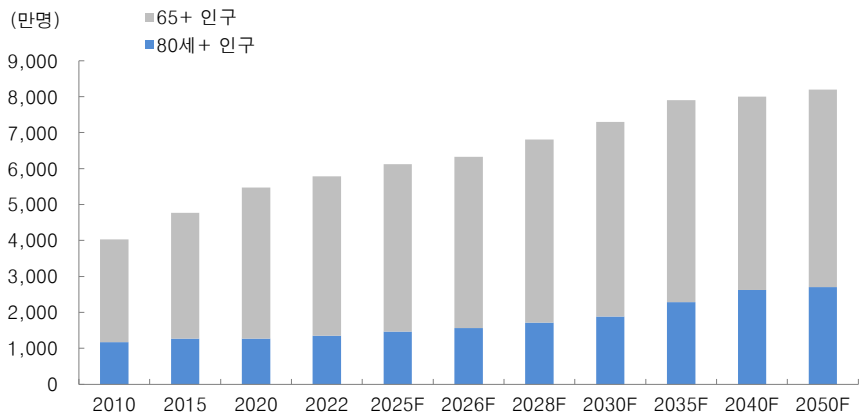
독거 확대가 시니어
하우스 입주수요를
자극

가구 구조의 변화는 인구 증가를 실제 시니어하우스 입주수요로 연결시키는 핵심 변수다.

그림 3과 4에서 보듯, 미국 고령층은 연령이 높아질수록 여성 비중이 높아지고, 동시에 독거와 배우자 부재 비중도 함께 확대되는 특징을 보인다. 특히 후기고령층에서 이러한 변화가 더욱 두드러진다는 점이 중요하다. 이는 기대수명 차이와 가족 구조 변화로 인해 독립주거 유지가 점점 어려워진다는 의미다. 결국 시니어하우스 수요는 단순히 나이가 들어서 발생하는 것이 아니라, 배우자 사별, 가족과의 비동거, 일상생활 지원 필요성 확대가 맞물리며 현실화된다.

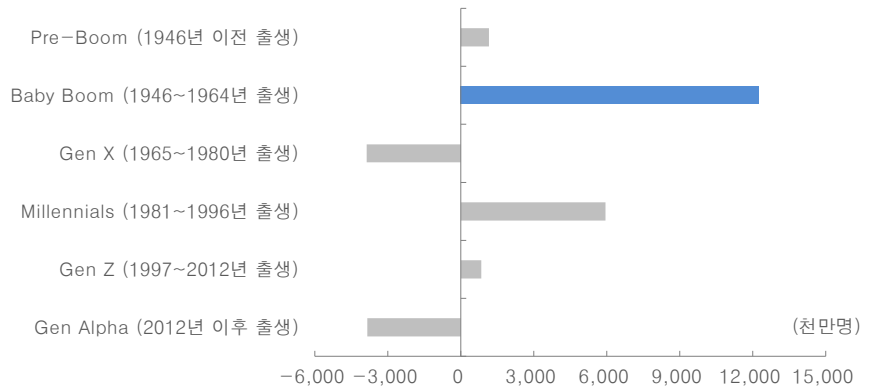
따라서 미국 시니어하우스 시장은 단순한 인구 고령화의 수혜가 아니라, 후기고령층 확대와 1~2인 고령가구 증가가 결합되며 실수요가 구조적으로 강화되는 시장으로 변화하고 있다.

그림 1. 미국 노인 인구 성장 전망



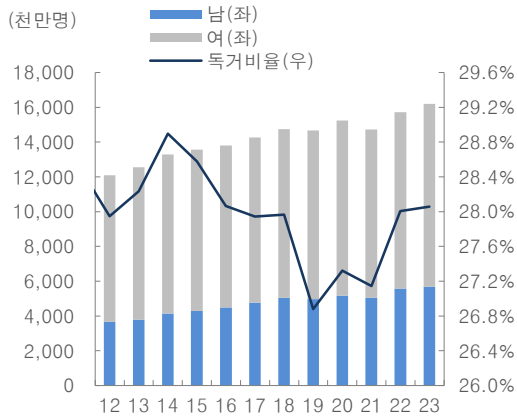
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

그림 2. 2025~2035년 세대별 · 연령별 인구 변화 전망



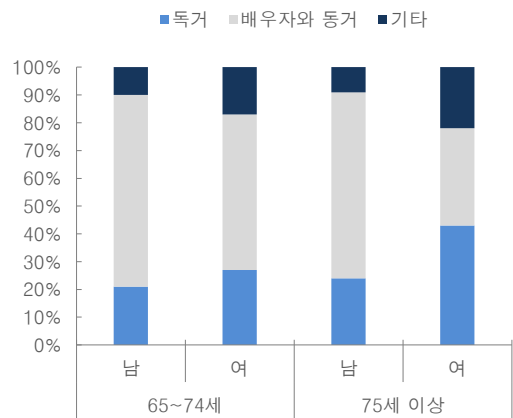
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 65세 이상 노인인구 및 독거비율



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 65세 이상 노인 주거형태



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

시니어 housing 유형별 수익구조

시니어 housing 유형별 수익성 차이

미국 시니어 housing 서비스는 시니어 아파트, IL, AL, MC, SNF로 구분되며, 서비스 강도에 따라 입주자 특성과 수익구조가 달라진다.

시니어 아파트는 55세 이상 액티브 시니어를 위한 일반 주거 상품이고, IL은 식사·커뮤니티 등 생활편의 서비스가 결합된 독립생활형 주거다. AL은 일상생활 보조가 필요한 고령자, MC는 치매·인지저하 환자를 위한 특화 케어 시설이며, SNF는 의료 인력이 상주하는 고강도 요양·재활 시설이다. 다만 케어 강도가 높아질수록 월 이용료가 높아지더라도, 수익성이 일률적으로 개선되지는 않는다.

유형별 마진을 가르는 핵심 변수 차이

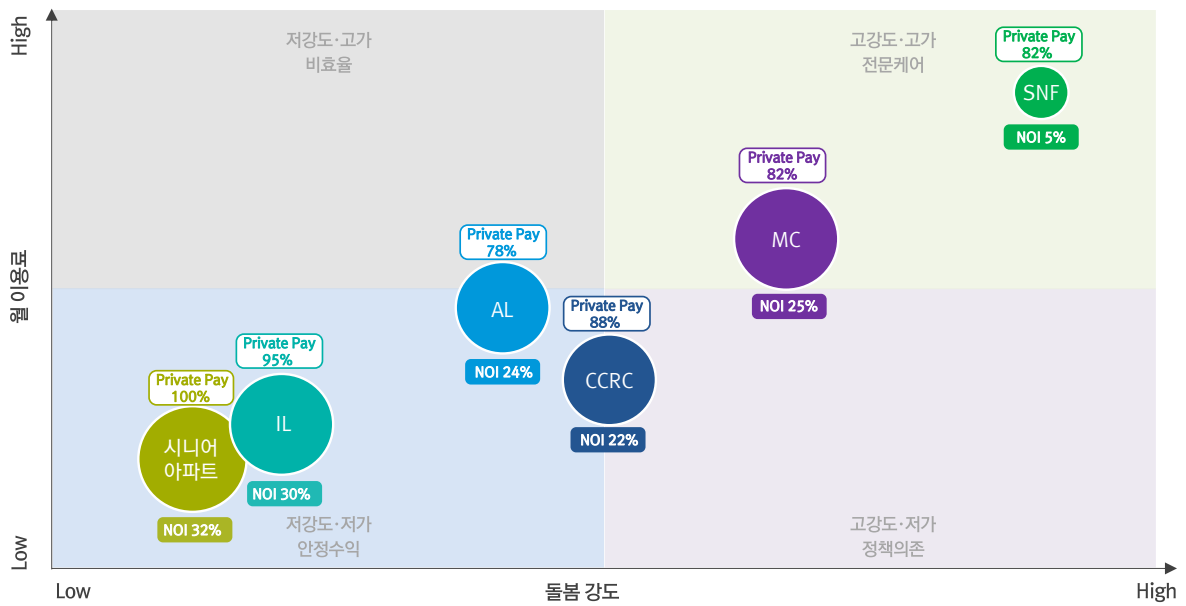
핵심은 케어 수준보다 Private Pay 비중, 공급 제약, 규제 부담의 차이이다. 그림 5에서 보듯 IL은 안정적 운영 구조, AL·MC는 높은 가격 결정력으로 우수한 마진을 확보한다. 반면 SNF는 평균 이용료는 가장 높지만 정부 보전 의존과 인건비 부담으로 NOI가 가장 낮다. 그림 6에서 보듯 고케어 유형일수록 요금은 높지만 일률적으로 고수익을 뜻하지 않는다.

표 1. 시니어 housing 서비스 유형

| 구분 | Seniors Apartments (시니어 아파트) | Independent Living (IL, 독립생활) | Assisted Living (AL, 지원생활) | Memory Care (MC, 기억돌봄) | Skilled Nursing (SNF, 전문간호) | Continuing Care Retirement Community (CCRC, 은퇴자복합단지) |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|---------------------------|--------------------------------|--|
| 대상 입주자 | 55세 이상 자립 가능 시니어 | 독립적인 생활이 가능한 시니어 | 일상 도움 필요한 고령자 | 치매인지기능 저하 환자 | 집중 의료·재활 필요 환자 | 이사 없이 노후 단계별 케어를 설계하는 시니어 |
| 핵심 서비스 | 아파트형 독립주거 커뮤니티, 행사 등 | 아파트형 독립주거 식사, 커뮤니티 등 | 식사, 목욕, 투약 등 일상활동 지원 | 전문 인지케어 + 배회방지, 치료 등 | 의료처치, 재활치료, 투약관리 | IL→AL→MC→SNF 한 캠퍼스 연속케어 |
| 평균 입주연령 | 50대 중반 이상 (연령 제한만 있음) | 80대 초반 | 80대 중반 | 80대 초중반 | 80대 초중반 | 70대 중반~80대 초반 |
| 24시간 직원지원 | X | X | O | O | O(전문간호사 상주) | X |
| Private Pay 비중 | 100% | 95%+ | 75~80% | 80~85% | 30~40% (정부 의존 높음) | 민간 중심 |
| 월 이용료 중앙값 | \$1,500~\$4,000 | \$3,800~\$5,500 | \$5,400~\$6,200 | \$6,700~\$7,900 | \$9,500~\$10,800 (개인실 기준) | 입주금 \$100k~\$700k 월비 \$3,700~\$4,300' |
| YoY 이용료 성장률 | +3~5% | +3~5% | +5~8% | +5~8% | +1~3% | +3~6% |
| 인력 배치 (유닛당) | 0.1명 | 0.2~0.3명 | 0.5~0.7명 | 0.8~1.2명 | 1.5~2.0명 | 0.2~2.0명 |
| NOI 마진 범위 | 25~40% | 25~35% | 20~27% | 20~30% | 1~9% | 15~30% 수준 |
| 개발비 (유닛당) | \$150k~\$300k | \$250k~\$350k | \$350k~\$500k | \$400k~\$600k | \$200k~\$300k | \$400k~\$800k |
| 공급 제약도 | 중간 | 중간 | 높음 | 매우 높음 | 중간 | 매우 높음 |
| 고객 라인 강도 | 낮음 (퇴거자유) | 중간 (이사 용이) | 높음 (이사 부담 큼) | 매우 높음 (인지장애로 이탈적음) | 낮음 (단기 입원 위주) | 매우 높음 (입주금 구조) |

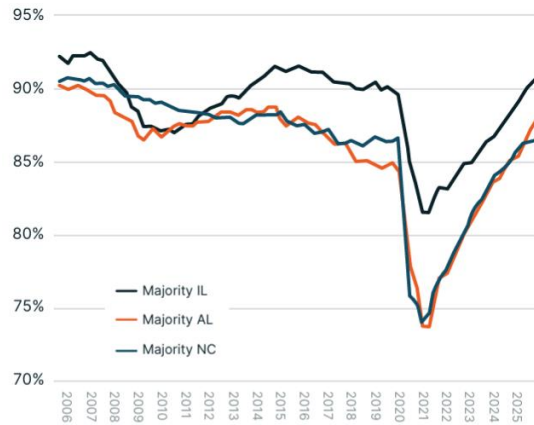
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 시니어 하우스 서비스 유형별 포지셔닝



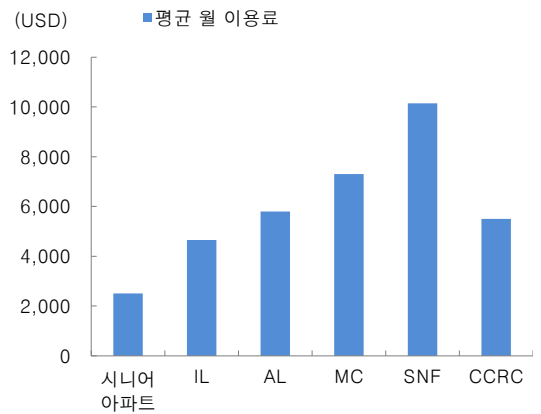
주: 버블크기는 NOI 마진
 자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 시니어하우스 서비스 유형별 임대율 추이



자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 7. 시니어하우스 서비스 유형별 평균 월 이용료



자료: Genworth, NIC, 대신증권 Research Center

개발 · 소유 · 운영이 분리된 산업 구조

시니어 하우징 주체별 역할과 수익원 분화

미국 시니어하우징 시장은 개발사, 소유자, 운영사, 거주자가 분리된 구조로 작동하며, 각 주체의 역할과 수익원이 명확히 구분된다.

표 2에서 보듯 개발사는 토지 매입, 인허가, 건설을 담당하며 개발이익이 핵심 수익원이다. 소유자는 자본을 투입해 자산을 보유하고 임대수익 또는 운영성과 배분을 통해 수익을 확보한다. 운영사는 시설 운영, 마케팅, 입주자 관리 등을 수행하며 관리 수수료 또는 NOI 배분이 주요 수익원으로 작용한다. 거주자는 최종 수요자로서 월 이용료를 부담하며, 재원 구조는 민간지불과 Medicare, Medicaid, VA 등 공적 재원으로 구분된다. 민간지불은 입주자 또는 가족이 이용료를 직접 납부하는 방식이고, 공적 재원은 자격 요건을 충족한 입주자에 대해 정부 프로그램이 의료·돌봄 서비스 비용의 전부 또는 일부를 보전하는 구조다. 그림 8은 이 같은 자금 흐름과 운영 구조를 시각적으로 보여준다.

복수 플레이어가 병존하는 시니어하우징 경쟁구조

시장 참여자 구조는 상위 사업자가 존재하되, 소유와 운영 모두 복수의 플레이어가 병존하는 형태로 나타난다.

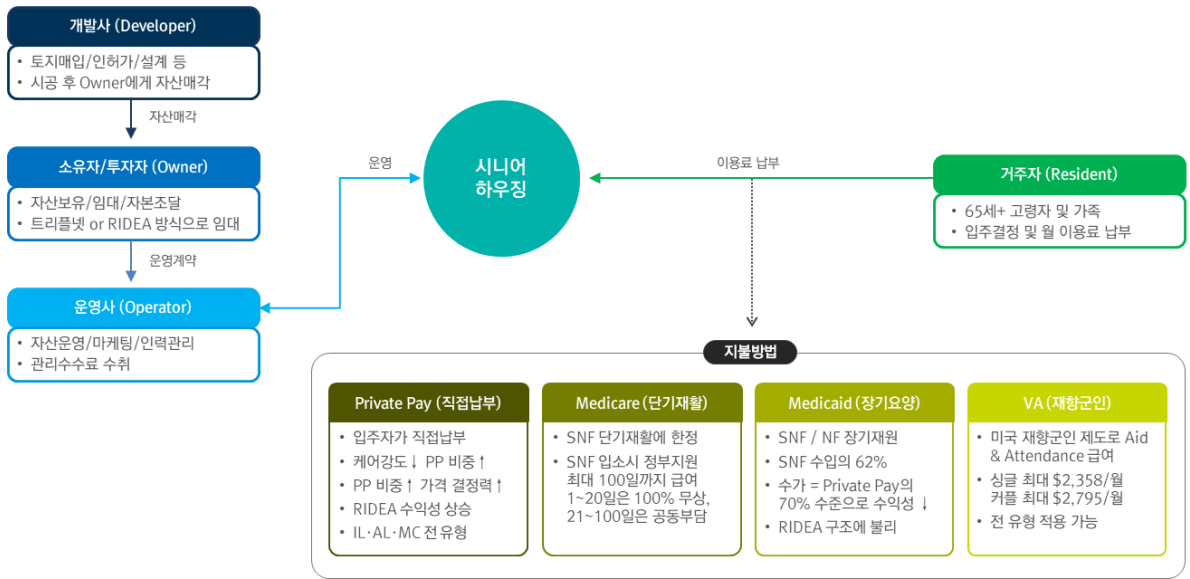
표 3을 보면 소유자 기준으로 웰타워, Ventas, Brookdale 등이 상위권을 형성하고, 운영자 기준으로는 Brookdale, Discovery, LCS 등이 주요 사업자로 나타난다. 다만 1위 사업자가 존재하더라도 2~10위 사업자까지 자산 수와 유닛 수가 폭넓게 분포하고 있어, 소수 기업이 시장을 절대적으로 장악한 구조로 보기는 어렵다. 이 자료가 시사하는 바는 운영사가 중소형이라는 단정이 아니라, 시니어하우징 시장이 기능별로 분화되어 있으며 실제 경쟁 구도 역시 복수의 주요 사업자가 병존하는 구조라는 점이다. 따라서 본 시장은 단일 사업자의 지배력보다, 개발·소유·운영 기능이 분리된 상태에서 각 영역별 전문성이 축적되는 방식으로 발전해온 산업이라고 해석할 수 있다.

표 2. 시니어 하우징 주요 플레이어

| 구분 | 주요 역할 | 시장 집중도 | 수익 구조 | 투자자 관점 | 예시 |
|---------------------------|-------------------------|---------------------------------|---|----------------------------------|--------------------------------|
| 개발사 (Developer) | 토지 매입 인허가, 건설 | 상위 10개사 ~15% 점유 (매우 분산) | 개발 수익(분양가-원가) 또는 Lease-up 후 매각 | 개발 단계 리스크 가장 높음 | Greystar, Erickson, LCS 등 |
| 소유자/투자자 (Owner/Investor) | 자산 보유임대 자본 조달 | REIT 상위 3사 ~12% (분산된 오너십 구조) | 임대수익(MIN) 또는 NOI 직접 참여(RDEA) | 자산가치 상승 및 안정적 현금흐름 추구 | 웰타워, Ventas, Healthpeak 등 |
| 운영사 (Operator) | 자산 일상적 운영 마케팅 및 인력관리 | 상위 10개사 ~20% (지역 강자 위주) | 관리 수수료(NOI의 5~8%) 또는 NOI 배분(RDEA) | 운영 효율화=NOI 증가 → REIT와 이해관계 정렬 | Brookdale, LCS, Discovery 등 |
| 구매자/입주자 (Resident/Family) | 입주 결정 월 이용료 납부 | 수요 결정자 가격수용력 관련 | 월 \$3,800~\$10,000+ (Private Pay 기준) | 수요의 비탄력성 증가 → 가격 결정력 향상 중 | 개인 및 가족 |

자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 시니어 하우스 서비스 운영구조



자료: 대신증권 Research Center

표 3. 시니어하우스 소유사 및 운영사 Top 10

| No | 소유사 | 자산 수 | 유닛 수 | No | 운영사 | 자산 수 | 유닛 수 |
|----|------------------------------|-------|---------|----|-------------------------------|------|--------|
| 1 | Welltower Inc. | 1,067 | 112,641 | 1 | Brookdale Senior Living | 639 | 53,510 |
| 2 | Ventas Inc. | 756 | 73,570 | 2 | Discovery Senior Living | 362 | 39,236 |
| 3 | Brookdale Senior Living | 376 | 32,448 | 3 | LCS | 121 | 33,766 |
| 4 | Harrison Street | 180 | 24,542 | 4 | Erickson Senior Living | 22 | 26,608 |
| 5 | Diversified Healthcare Trust | 224 | 24,173 | 5 | Greystar Real Estate Partners | 136 | 24,047 |
| 6 | American Healthcare REIT | 171 | 17,660 | 6 | Sunrise Senior Living | 229 | 21,839 |
| 7 | StoryPoint Group | 146 | 16,084 | 7 | Atria Senior Living Inc. | 174 | 21,693 |
| 8 | Columbia Pacific Advisors | 109 | 14,296 | 8 | AlerisLife | 132 | 19,056 |
| 9 | National Senior Communities | 8 | 12,731 | 9 | StoryPoint Group | 146 | 16,084 |
| 10 | Erickson Senior Living | 13 | 12,198 | 10 | Cogir Management USA | 113 | 13,124 |

주: 2025년 기준

자료: ASHA, 대신증권 Research Center

II. 시니어 하우스 시장 트렌드

증가하는 수요와 제한적인 공급

수요 확대와 공급 공백의 심화

미국 시니어하우스 시장은 단순한 회복 국면을 넘어, 구조적 수요 증가가 제한된 공급과 맞물리며 공급이 빠르게 타이트해지는 구간에 진입하고 있다.

그림 9에서 확인되듯 75세 이상 인구 증가율은 2026~2030년에도 높은 수준을 유지하는 반면, 신규 공급 증가율은 이에 현저히 못 미친다. 이는 고령 인구가 본격적으로 후기고령층에 진입하는 시점에 공급이 제때 따라가지 못하고 있음을 의미한다. 팬데믹 이후 착공 급감, 고공리 장기화, 건설비와 인건비 상승, 인허가 부담 확대가 겹치면서 신규 개발의 경제성이 저하되었고, 그 결과 공급 부족이 구조적 제약의 성격을 띠게 되었다.

결국 베이비부머 세대의 고령화로 실수요는 확대되는데 반해, 공급은 과거 수년간의 착공 부진을 반영하며 제한적으로만 늘어나는 구조가 형성되고 있다.

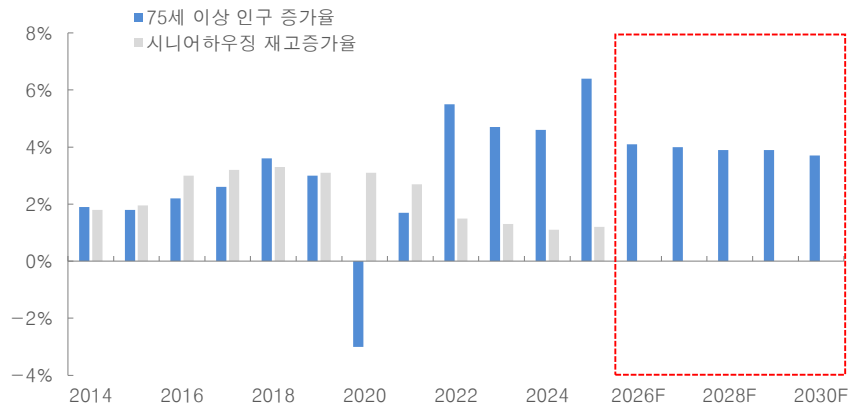
입주율 회복과 가격 전가력 강화

공급이 제한된 상태에서 입주율이 회복되기 시작하면, 시니어하우스 시장은 정상화 단계를 넘어 공급 여건이 점차 우호적으로 변하는 국면으로 이동한다.

그림 10을 보면 임대료 성장률은 2022년 이후 대체로 4~6% 내외의 플러스 구간을 유지하고 있는 반면, 신규 착공 비중은 2021년 2%대 중반에서 2025년 1% 내외까지 낮아졌다. 건설 중 재고 비율 역시 같은 기간 5%대 중반에서 3% 안팎으로 하락해 공급 압력이 빠르게 완화되고 있음을 보여준다. 이는 신규 공급이 줄어드는 사이 기존 재고의 흡수가 이어지고 있음을 의미한다.

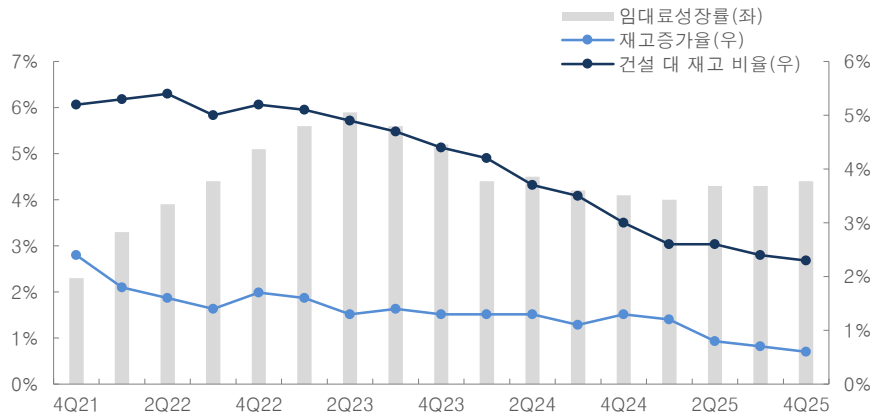
그림 11에서도 이러한 흐름은 확인된다. 순흡수율이 플러스 구간을 유지하는 가운데 입주율은 팬데믹 저점 이후 빠르게 반등해 2025년에는 89%까지 회복되었다. 따라서 현재 시장은 단순한 회복을 넘어, 제한된 공급과 개선되는 입주율, 유지되는 임대료 성장률이 맞물리며 운영 여건이 점차 개선되는 국면이라고 할 수 있다.

그림 9. 미국 시니어하우스 시장 공급 전망



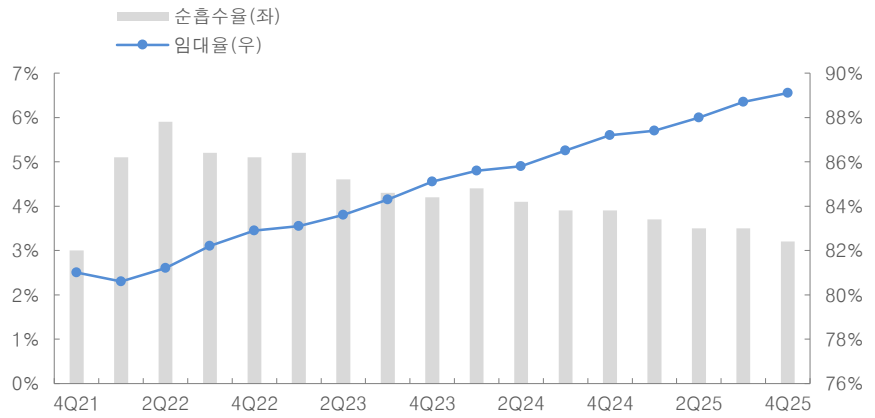
자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 10. 미국 시니어하우징 임대 및 재고지표



자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 11. 미국 시니어하우징 순흡수율 성장률 및 임대율



자료: NIC, 대신증권 Research Center

필수재로서의 성격 강화

돌봄 공백 확대로 시니어하우징 수요의 필수재화

미국 시니어하우징 수요는 단순한 고령화가 아니라, 가족 돌봄 여력 약화와 건강 상태 약화가 결합되며 필수재 성격이 강화되는 방향으로 이동하고 있다.

그림 12에서 보듯 45~64세 인구는 정체 또는 완만한 증가에 그치는 반면 80세 이상 인구는 빠르게 늘어나면서 Caregiver ratio(돌봄비율)는 2010년 약 7배 수준에서 2050년 3배 내외까지 하락하는 흐름이다. 이는 고령자 1인을 가족과 비공식 돌봄만으로 감당하기가 갈수록 어려워진다는 의미로 시니어하우징이 선택재보다 필수 인프라에 가까워지고 있음을 시사한다. 입주 전환이 늦어지는 배경에는 이사에 따른 심리적 스트레스와 비용 부담, 익숙한 환경을 유지하려는 성향, 가족 간 의사결정 지연이 함께 작용한다.

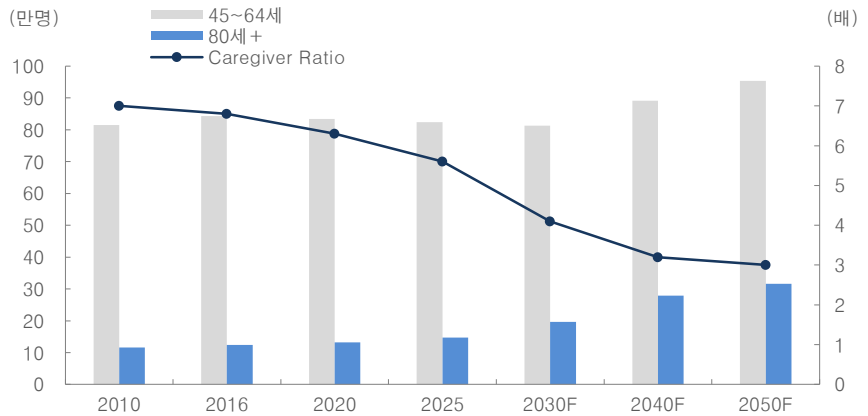
낮은 침투율 대비 높은 고객 유지성

미국 시니어하우징 시장은 현재 침투율이 아직 높지 않지만, 일단 입소한 고객의 락인 효과와 높은 거주 지속성을 감안하면 향후 수요 저변이 더욱 확대될 가능성이 높다.

표 4에서 보듯 전환 비용 부담, 의료 의존도 증가, 연속적 케어 필요, 공급 부족, 지역별 규제, 사회적 관계망, 가족 결정 복잡성은 모두 고객 이동을 어렵게 만드는 요인이다. 특히 시설 이동은 단순한 주거 선택이 아니라 건강 상태와 돌봄 연속성, 가족 의사결정이 함께 작용하는 문제이기 때문에 입소 이후에는 재이동 유인이 낮다. 이러한 특성은 실제 입소 고객의 상태에서도 확인된다. 그림 13을 보면 AL 입주자 중 고혈압 비중은 약 60%, 알츠하이머는 40%대 중반, 심장질환과 우울증도 각각 30% 안팎으로 나타나, 입소 시점부터 상당수가 복합 질환과 지속적 돌봄 수요를 가진 상태임을 보여준다.

그림 14에서도 시니어하우징 침투율은 75세 이상 11%, 80세 이상 18%, 85세 이상 30%로 연령이 높아질수록 뚜렷하게 상승한다. 일단 입소한 이후에는 그림 15에서 보듯 IL 32개월, AL 22개월, MC 25개월, SNF/NF 40개월, CCRC는 60개월 이상 거주하는 구조가 나타난다. 결국 낮은 현재 침투율과 높은 고객 유지성이 동시에 존재하는 만큼, 후기고령층 증가와 돌봄 공백 확대가 이어질수록 향후 수요 기반은 더 넓어질 가능성이 높다.

그림 12. Caregiver Ratio (돌봄비율) 전망



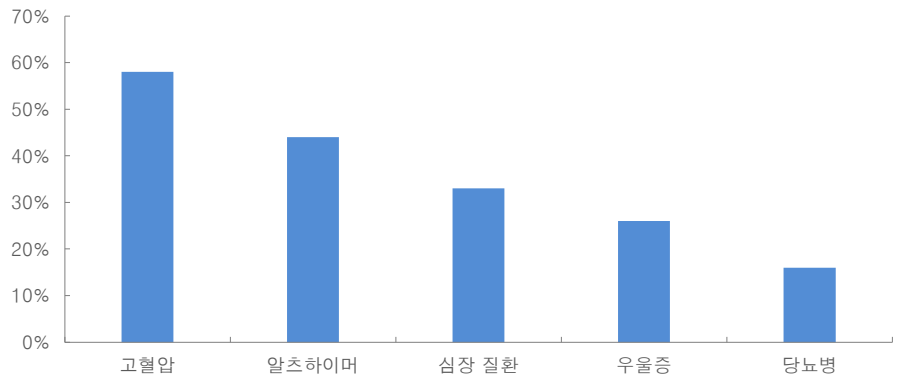
주: Caregiver Ratio = 45~64세 인구 / 80세 이상 인구
 자료: US Census Bureau, NIC, 대신증권 Research Center

표 4. 시니어 하우스 고객 락인 원인

| 락인 요인 | 설명 |
|------------------|---|
| 전환 비용 부담 | 이사 시 수반되는 신체적 · 심리적 스트레스(Transfer Trauma)와 물리적 비용 부담으로 이주를 기피 |
| 의료 의존도 증가 | 노화로 케어 필요도가 상승(Acuity Creep)함에 따라 타 시설로의 물리적 이동이 어려움 |
| 연속적 케어 제공 (CCRC) | 건강 상태 변화에 맞춰 동일 단지 내에서 단계별 케어(IL→AL/MC)로의 유연한 전환이 가능 |
| 시니어 하우스 공급 부족 | 신규 공급 제한으로 우량 시설은 대기 리스트(Waitlist)가 존재하며 한 번 퇴소 시 재입주가 어려움 |
| 지역별 규제 장벽 | 특정 주의 엄격한 신규 인허가 규제(Certificate of Need)가 진입 장벽으로 작용 |
| 사회적 관계망 | 단지 내 형성된 커뮤니티와의 끈끈한 유대감이 정서적 안정감을 제공하여 거주자 이탈을 방지 |
| 가족 결정 복잡성 | 거주 이전 시 성인 자녀 등 가족 구성원 간의 복잡한 합의 과정이 필요해 현상 유지를 선호하는 경향 |

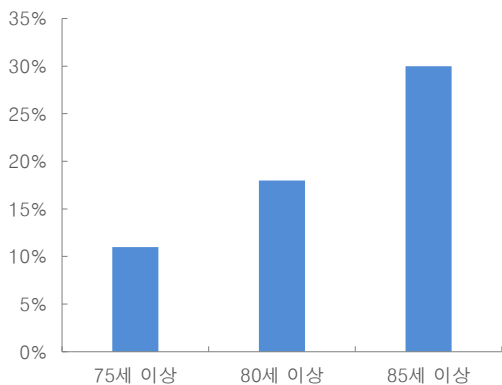
자료: 대신증권 Research Center

그림 13. AL 거주자 중 질병을 가진 거주자 비율



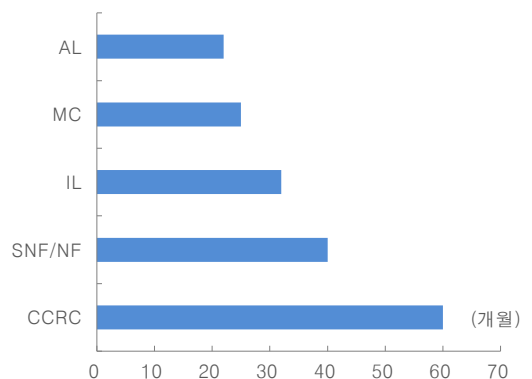
자료: Caring, 대신증권 Research Center

그림 14. 시니어하우스 연령대별 침투율 추이



주: 침투율 - 해당 연령대에서 시니어하우스를 실제로 이용하고 있는 비율
 자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 15. 시니어하우스 서비스 유형별 평균 거주기간



자료: NIC, AHCA, NCAL, 대신증권 Research Center

탄탄한 시니어 계층의 지불능력

자산 축적에 기반한 지불력 확대

미국 시니어하우징 수요는 단순한 고령 인구 증가를 넘어, 시니어 계층의 자산 축적과 지불능력 확대를 바탕으로 질적으로 고도화되는 국면에 진입하고 있다.

그림 16에서 보듯 미국 가계 자산은 장기적으로 큰 폭의 증가세를 이어왔고, 그 중심에는 베이비부머 세대가 있다. 그림 17에서도 75세 이상 가구의 순자산은 2013년 25만달러 수준에서 2022년 34만달러로 확대됐고, 연소득 역시 4만달러에서 5만달러 수준으로 높아졌다. 이는 향후 시니어하우징의 핵심 수요층이 과거보다 더 높은 구매력과 선택권을 보유하게 된다는 것을 의미한다.

특히 이들의 지불력은 단순 월소득만이 아니라 금융자산, 주택자산, 연금, 사회보장급여가 결합된 구조로 이해할 필요가 있다. 그 결과 시니어하우징은 단순 보호 중심 시설에서 벗어나, 식음료, 웰니스, 커뮤니티, 맞춤형 케어 등 생활 품질을 중시하는 상품으로 진화하고 있다.

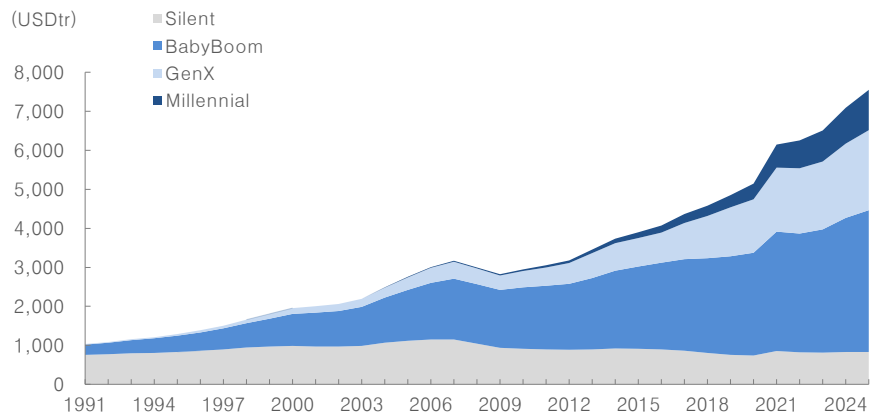
가격 수용력 기반의 상품 세분화

이러한 자산 기반 지불력은 실제 가격 수용력과 상품 다변화로 이어지며, IL과 AL이 서로 다른 방식으로 시장 확대를 이끌 가능성을 보여준다.

그림 18의 자산소진가능연수는 시니어 가구가 현재 보유한 자산으로 평균 연간 이용료를 몇 년간 감당할 수 있는지를 나타내는 지표인데, 전환산 임대료가 2010년 2만달러 초반에서 2022년 3만~5만달러 수준까지 상승했음에도 이 연수는 20년 안팎에서 50년을 상회하는 수준까지 확대됐다. 이는 이용료 상승보다 자산 축적 속도가 더 빨랐음을 시사한다. 그림 19에서는 최근 임대료 성장률 반등이 AL보다 IL에서 더 가파르게 나타나며, 이는 보다 넓은 수요층을 기반으로 IL의 대중적 수요가 빠르게 회복되고 있음을 보여준다.

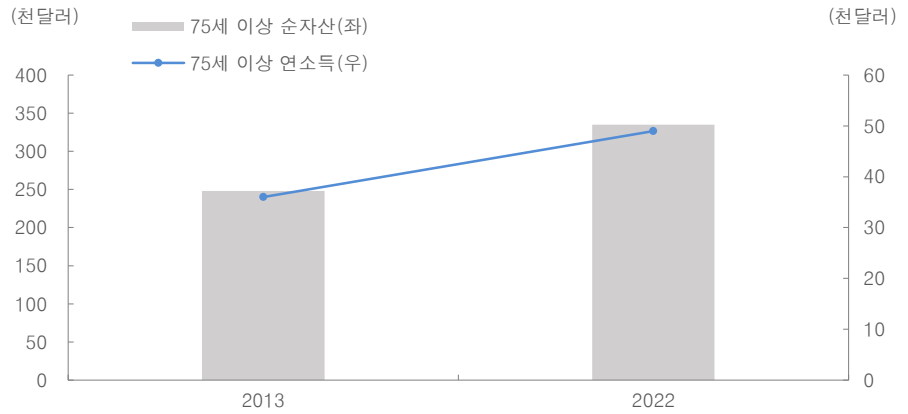
반면 그림 20에서는 신규시장 기준 AL이 IL보다 더 높은 점유율과 임대료 프리미엄을 확보하고 있어, 생활보조 기능이 결합된 상품일수록 더 높은 가격대를 형성하고 있다. 결국, 대중성을 가진 IL과 프리미엄을 확보한 AL이 함께 확대되는 방향으로 전개될 것이다.

그림 16. 미국 세대별 자산 보유규모



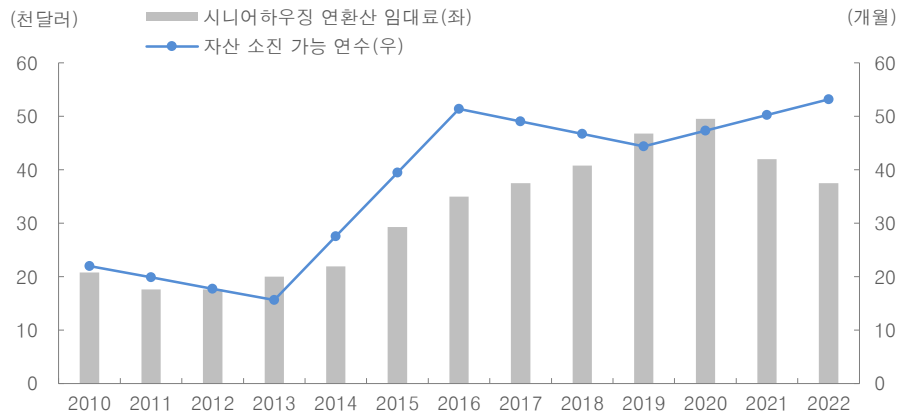
자료: Fed, 대신증권 Research Center

그림 17. 시니어 계층의 구매력



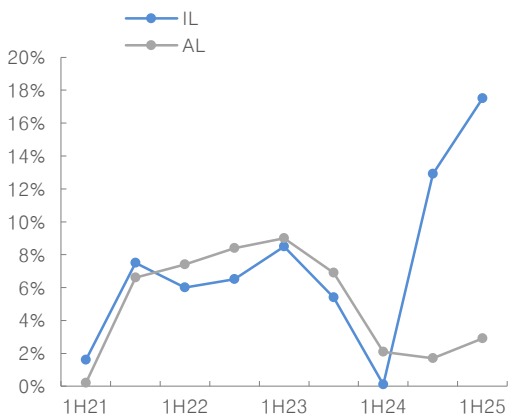
자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 18. 시니어하우징 자산소진 가능 연수



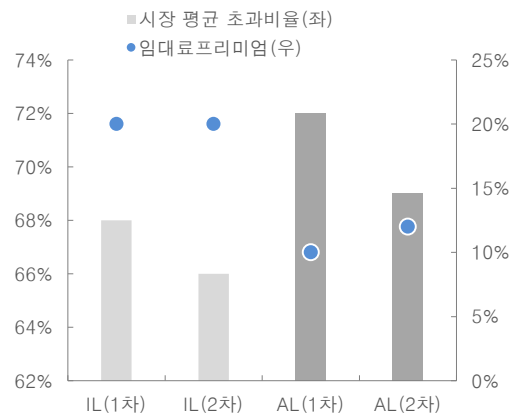
자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 19. AL 및 IL 임대료 성장률 추이



자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 20. AL 및 IL 신규시장 지표



자료: NIC, 대신증권 Research Center

III. 시니어 하우징 운영시장 특징

로컬 운영 역량이 성과를 좌우

시니어하우징
운영시장은
지역 밀착형

미국 시니어하우징 운영시장은 전국 단일 체인보다 지역 밀착형 운영 역량이 성과를 좌우하는 구조이며, 이는 수요와 인력, 규제가 모두 지역 단위에서 결정되기 때문이다.

표 5를 보면 주별 규제와 인허가 기준이 다르고, 공급은 소규모 시설 중심이며, 노동시장도 지역별로 상이하다. 여기에 영업 채널 역시 전국 단위 광고보다 지역 의료 네트워크와 커뮤니티 평판에 더 크게 의존하고, 입주자도 가족 방문이 용이한 근거리 시설을 선호한다. 즉 시니어하우징은 동일한 브랜드와 운영 매뉴얼을 전국에 일괄 적용해 성과를 내는 산업이 아니라, 각 지역의 인력 수급, 의료 연계, 고객 특성에 맞춰 운영을 세밀하게 조정해야 하는 산업이라는 뜻이다. 결국 이 표가 말하는 핵심은 시니어하우징의 경쟁력이 자산 규모 자체보다 지역 단위의 운영 적응력에서 결정된다는 점이다.

소규모 자산 중심의
분산 시장

시장 구조 역시 이러한 지역성을 반영하며, 운영 분산도는 높고 자산 규모는 작으며 지역별 진입장벽도 뚜렷하다.

그림 21을 보면 상위 운영사 점유율은 10%대 중반 수준에 머물러 운영시장이 소유시장보다 더 분산돼 있음을 확인할 수 있다. 이는 자산을 보유하는 것보다 실제 현장을 운영하는 영역이 더 지역 의존적이라는 의미다. 그림 22에서도 전체 시설의 43%가 4~10유닛 규모의 소형 자산이며 시장의 물리적 기반 자체가 소규모 및 분산형 자산에 가깝다.

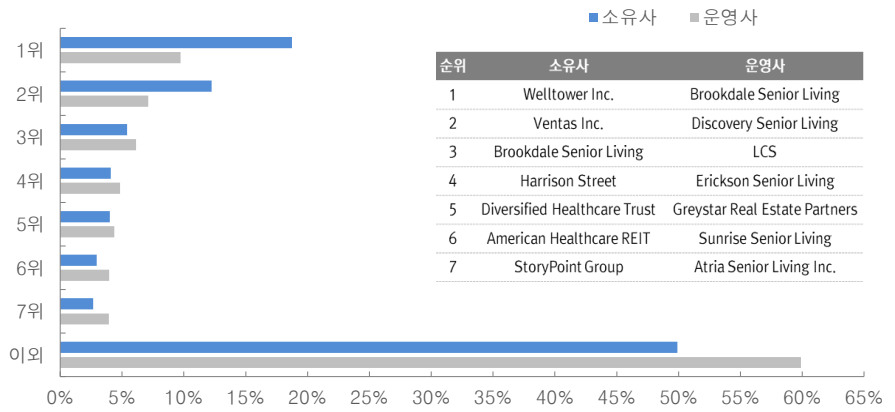
그림 23을 보면, 소유 형태 역시 체인·법인이 58%, 개인이 42%로 나타나 상업화가 상당 부분 진전됐음에도 개인 소유 비중이 여전히 높다. 이는 시장이 대형 기관 중심으로 완전히 재편된 단계가 아니라, 지역 기반 자산과 운영 주체가 여전히 두텁게 남아 있는 단계라는 뜻이다. 결국 미국 시니어하우징 운영시장은 낮은 집중도, 소규모 자산 비중, 혼합된 소유 구조가 결합된 로컬 중심 시장으로 해석할 수 있다.

표 5. 시니어 하우징 운영시장이 로컬 중심인 이유

| 원인 | 설명 |
|-----------------|---|
| 50 개 주(州) 상이 규제 | - 연방 정부의 통일된 기준이 존재하지 않음 - 주정부가 라이선스 · 서비스 범위 · 인력기준 · 인증 전권 보유 |
| 소규모 시설 위주의 구조 | - 개별 시설의 규모(병상 수)가 작아 대형 체인이 진입하더라도 '규모의 경제'를 달성하기 어려움 - 지역에 밀착된 소규모 독립 운영사들이 우위를 점하는 구조 |
| 노동력의 하이퍼 로컬성 | - 돌봄 인력 수급과 인건비가 동네 노동 시장 환경에 직결 & 본사 차원의 원격 관리 불가 - 전국망 체인보다 지역 1 등 운영사의 퍼포먼스가 압도적으로 우수함 |
| 지역 밀착형 영업 채널 | - 대중 매체 광고보다 인근 병원(퇴원 담당자) 추천 유입이 압도적 - 전국 브랜드 인지도보다 지역 평판이 결정적이며 지역 병원과의 관계가 고객유치의 경쟁력 |
| 거주자의 지역 연고 선호 | - 시니어와 가족들은 면회와 방문이 쉬운 원래 살던 집 근처의 시설을 절대적으로 선호함 - 타지역으로의 확장보다, 특정 타겟 지역 내에서의 밀집도(Regional Density)를 높이는 전략이 유효 |
| 고정 자산(부동산) 지역성 | - 시설은 이동이 불가능하며, 부동산 가치와 임대료는 해당 지역의 공실률과 지가 등 로컬 변수에 좌우됨 - 각 로컬 시장의 부동산 수급 현황과 zoning 규제를 뚫어낼 수 있는 현지 밀착형 전략 필요 |

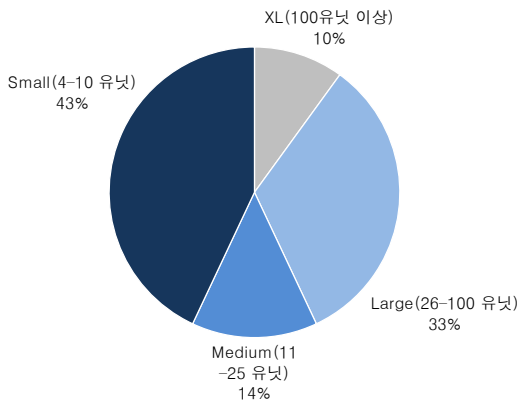
자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 미국 시니어 하우스 소유사 및 운영사 시장 점유율



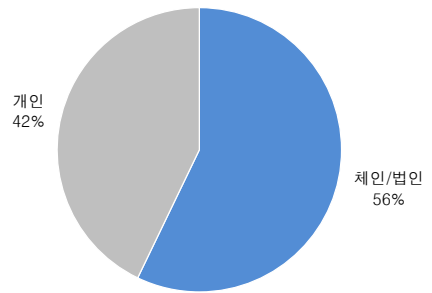
자료: ASHA, 대신증권 Research Center

그림 22. 시니어하우스 커뮤니티 규모별 비중



자료: AHCA, NCAL, 대신증권 Research Center

그림 23. 시니어하우스 소유형태 비중



자료: AHCA, NCAL, 대신증권 Research Center

인건비가 수익성을 가르는 핵심 변수

운영비의 높은 비중을 차지하는 인건비

미국 시니어하우징 운영시장은 다른 부동산 자산보다 인건비 부담이 훨씬 크며, 이 점이 운영 수익성을 좌우하는 가장 중요한 변수로 작용한다.

그림 24에서도 Assisted Living 커뮤니티의 매출 대비 비용 중 인건비가 41%로 가장 큰 항목으로 나타나고 있으며 이는 일반 멀티패밀리 자산의 20~25% 수준을 크게 상회한다. 결국 시니어하우징은 자산 운영업이면서 동시에 인력집약적 서비스업의 성격을 강하게 띠며, 운영 성과는 점유율이나 요금 수준뿐 아니라 인력 확보와 배치 효율에 의해 크게 좌우된다. 인건비가 운영비의 절반을 넘는 구조에서는 작은 인력 운영 차이도 곧바로 마진 격차로 연결될 수밖에 없다.

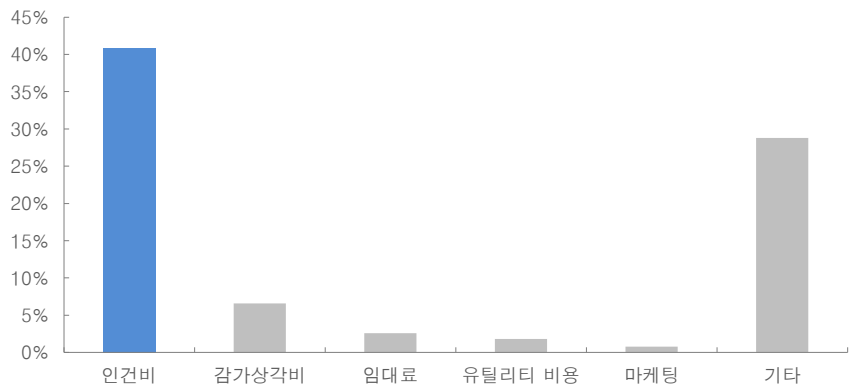
높은 이직률과 케어별 인력 부담

인건비 부담이 높은 이유는 단순히 임금 수준 때문이 아니라, 높은 이직률과 케어 강도에 따른 인력 투입 격차가 동시에 존재하기 때문이다.

그림 25를 보면 주요 직군의 이직률은 간호조무사 44%, 식음서비스 40%, 간호사 36%, 실무간호사 31%, 환경관리 30%으로, 전 직군에 걸쳐 인력 유지 부담이 높다. 여기에 그림 26에서 보듯 유형별 인력 밀도와 주당 간호인력 투입시간도 뚜렷하게 차이 난다. AL은 인력밀도 1.3배, 주당 투입 간호시간 2시간 수준인 반면, MC는 2.2배와 3시간대 후반, SNF는 2.7배와 4시간대 중반까지 상승한다. 즉 케어 강도가 높아질수록 더 많은 인력과 더 긴 돌봄 시간이 필요해 마진 방어가 어려워진다. 동시에 그림 27에서 보건의료 종사자 임금은 2019~2024년 지속 상승해, 지원직과 전문직 모두 누적 상승세를 보였다.

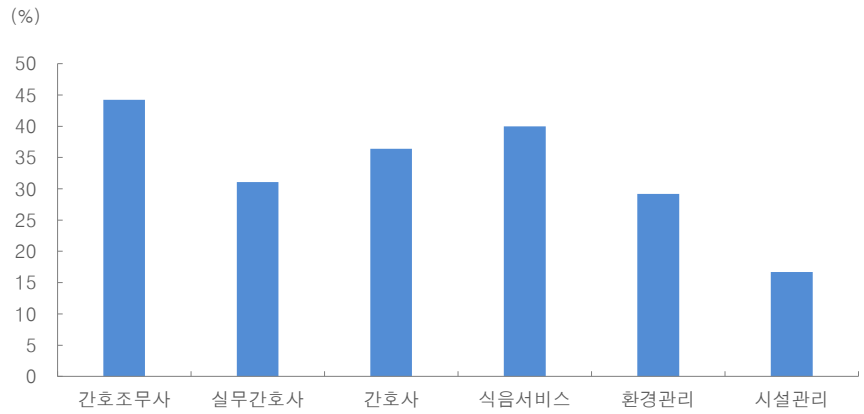
결국 시니어하우징의 수익성은 단순한 수요 확대만으로 설명되지 않으며, 높은 인건비 비중, 높은 이직률, 케어별 인력 투입 차이를 얼마나 효율적으로 관리하느냐에 따라 크게 달라지는 구조로 이해할 수 있다.

그림 24. Assisted Living Communities 운영항목 매출대비 비중



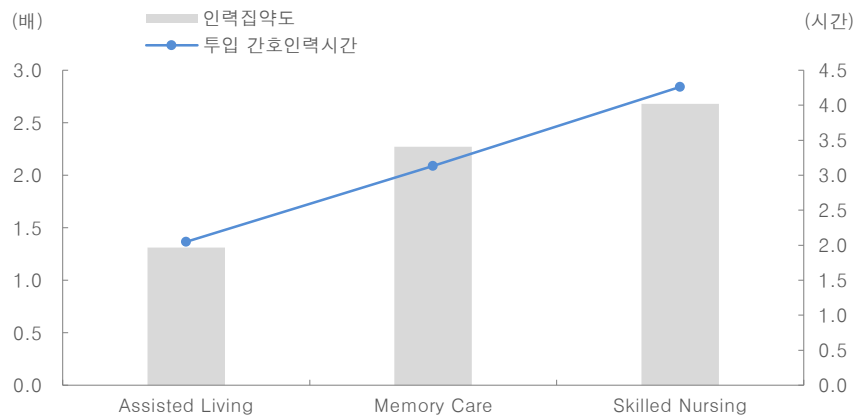
자료: MMCG Investment, 대신증권 Research Center

그림 25. 시니어하우징 인력별 이직률



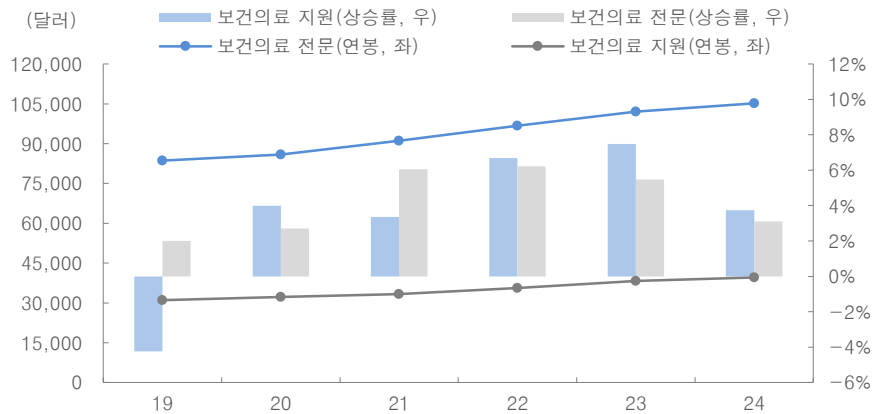
주: 간호조무사(실무간호사(간호사 순으로 복잡하고 높은 수준의 간호업무 수행 (의료집중도가 높은 곳일수록 간호사 필요성 큼)
 자료: Ziegler, 대신증권 Research Center

그림 26. 시니어하우징 유형별 인력집약도 및 투입 간호인력시간



자료: Ziegler, 대신증권 Research Center

그림 27. 보건의료 종사자 연봉 추이



주: 중간값 기준
 자료: BLS, 대신증권 Research Center

코로나 팬데믹 충격 이후 지속되는 시장 재편

파산 증가를 거쳐 본격화된 구조조정

팬데믹 이후 미국 시니어하우징 시장은 단순 회복이 아니라, 파산 증가를 거쳐 구조조정이 본격화된 시장으로 해석하는 것이 적절하다.

그림 28을 보면 헬스케어 섹터 내 파산신청 회사 수는 2019년 약 70개 수준에서 2021년 80개를 웃도는 수준까지 증가했고, 2022년 일시 둔화 이후 2023년 다시 높은 수준으로 반등했다. 특히 시니어케어 비중이 파산 구성에서 꾸준히 의미 있는 축을 차지하고 있다는 점은, 팬데믹 충격이 이 업종에 깊게 남아 있었음을 시사한다. 그림 29는 이 구조조정이 주로 어떤 계층에서 발생했는지를 보여준다. 파산 기업 부채의 중심은 1,000만~5,000만달러 구간에 집중돼 있으며, 2022년에는 그 비중이 약 70%까지 상승했다.

반면 5억달러 초과 대형 부채 비중은 전 기간 대체로 한 자릿수~10%대 중반에 머문다. 이는 시장 충격이 대형 플레이어보다는 자본 완충력이 약한 중간 규모 사업자에 더 크게 작용했음을 의미한다.

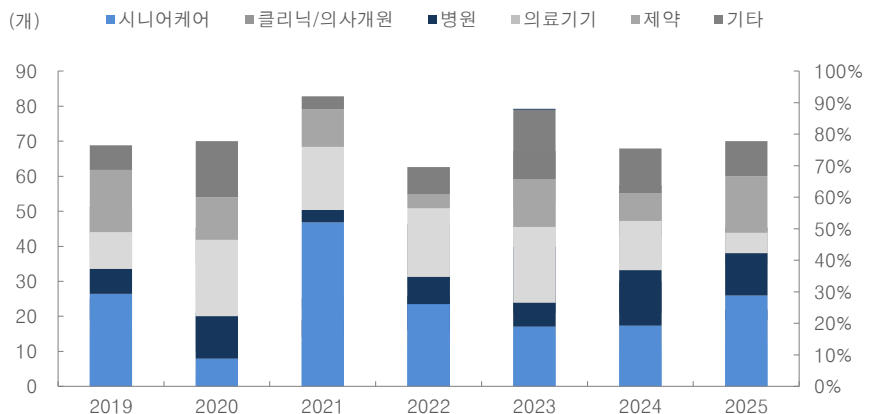
거래 확대와 자산 통합으로 이어진 재편

중요한 점은 이러한 재편이 팬데믹 종료와 함께 멈춘 것이 아니라, 자산 거래 확대와 시장 재편으로 이어지는 흐름을 보이고 있다는 점이다.

그림 30을 보면 시니어하우징 M&A 건수는 2020년 310건에서 2021년 430건, 2022년 580건으로 증가했고, 2023년 일시 조정 이후 2024년 703건, 2025년에는 871건까지 확대됐다. 이는 팬데믹 직후의 급매물 소화가 끝난 뒤에도 자산 매각, 운영권 이전, 포트폴리오 재편이 계속되고 있음을 의미한다. 특히 2022년 금리인상 이후, Cap rate가 일시적으로 7% 수준까지 상승하며 매수 여건이 개선됐고, 자본력을 갖춘 플레이어는 이를 활용해 우량 자산을 선별적으로 흡수했다.

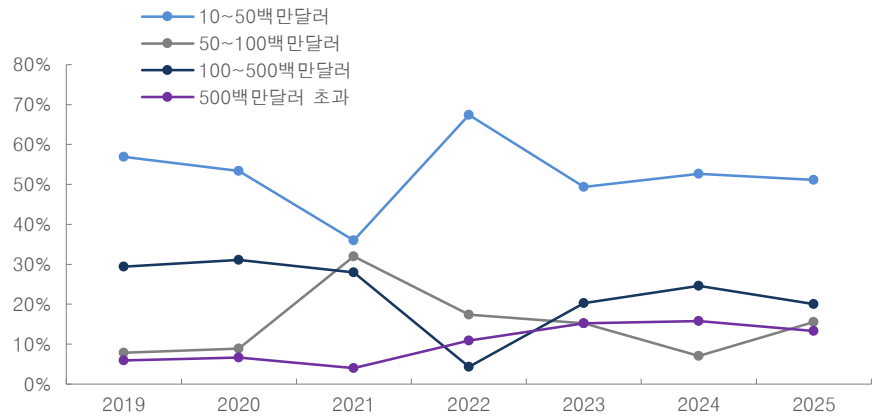
즉 초기 국면이 ‘취약 사업자 퇴출’이었다면, 현재 국면은 ‘우량 자산의 재배치와 시장 통합’에 가깝다. 결국 미국 시니어하우징 시장은 팬데믹 충격을 계기로 시작된 구조조정이 거래 확대와 자산 집중으로 이어지며, 시장지형을 바꾸는 과정에 있다고 볼 수 있다.

그림 28. 헬스케어 섹터별 파산신청 회사 개수 및 비중



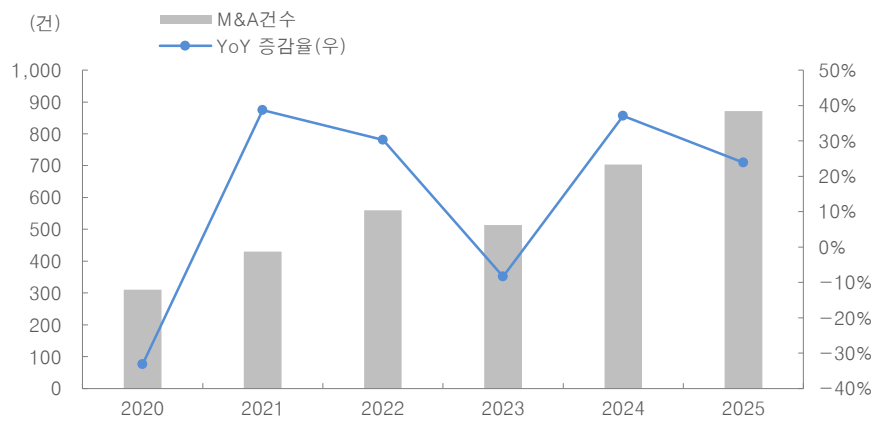
주: 시니어 케어는 시니어 하우징, 요양원, 전문간호 등의 서비스를 모두 포함
 자료: Gibbins Advisors, 대신증권 Research Center

그림 29. 헬스케어 섹터별 파산신청 회사 부채규모 비중



자료: Gibbins Advisors, 대신증권 Research Center

그림 30. 시니어 하우스징 M&A 추이



자료: Irving Levin Associates, 대신증권 Research Center

Part 2.

RIDEA,

운영 업사이드를 흡수하는 전략

I. RIDEA란 무엇인가

RIDEA의 도입 배경과 핵심 구조

RIDEA 입법배경

RIDEA는 시니어하우징처럼 건물 보유보다 실제 운영 성과가 자산가치를 좌우하는 분야에서, 리츠가 그 운영 성과에 경제적으로 참여할 수 있도록 마련된 제도다.

표 6에서 보듯 RIDEA는 REIT Investment Diversification and Empowerment Act의 약자로, 2008년 HERA의 일부로 도입되었다. 시니어하우징은 일반 임대형 부동산과 달리 입주율, 서비스 수준, 운영 효율, 비용 통제에 따라 실적 차이가 크게 나타난다. 이 때문에 자산을 보유하고 고정 임대료를 받는 방식만으로는 자산의 실질 가치를 충분히 반영하기 어렵다. RIDEA는 이러한 한계를 보완해, 리츠가 직접 운영 주체가 되지 않으면서도 운영 성과를 수익에 반영할 수 있도록 한 제도라는 점에서 의미가 있다.

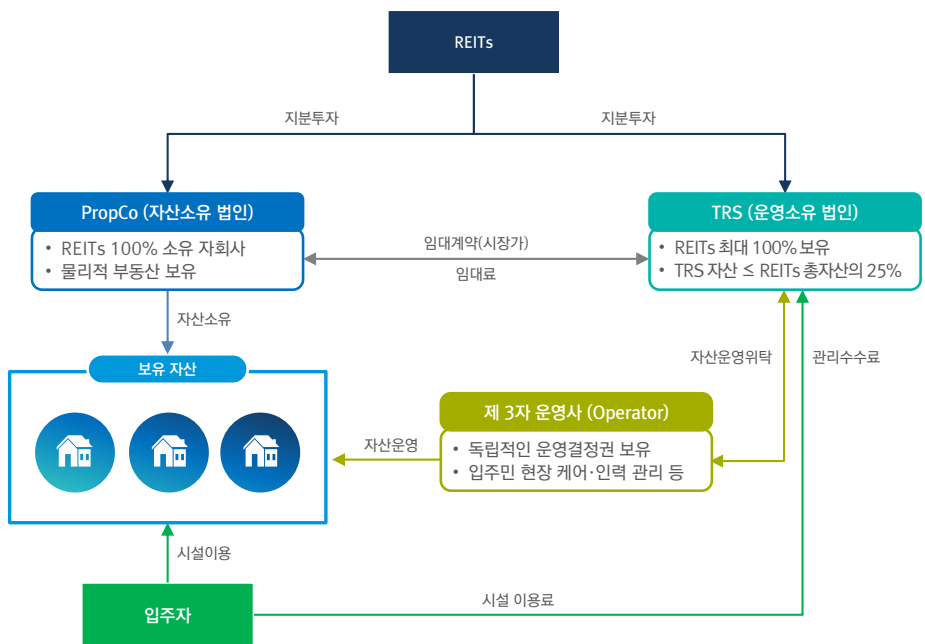
자산 보유와 운영 수익을 연결한 구조

핵심 구조는 자산 보유와 시설 운영을 법적으로 분리하면서도, 수익 흐름은 다시 연결해 리츠가 최종적으로 운영 성과를 공유하도록 설계한 데 있다.

그림 31을 보면 REITs가 자본을 투자하고, 자산 보유 부문인 PropCo가 부동산을 보유하며, TRS가 운영사와 계약을 맺어 실제 운영 구조를 연결한다. 입주자는 시설 이용료를 지급하고, 운영사는 현장 케어와 서비스 제공 대가로 관리수수료를 받는다. 이후 TRS를 매개로 운영 성과가 반영되고, 그 현금흐름이 PropCo와 REITs로 연결되는 구조다.

결국 RIDEA는 리츠가 단순 임대료 수취에 머무는 구조가 아니라, 시니어하우징의 실제 운영 성과를 경제적으로 공유할 수 있도록 만든 제도적 장치라고 이해할 수 있다.

그림 31. RIDEA 제도를 활용한 임대료 수취 구조



주: PropCo는 별도 필수 법인을 의미하기보다, 부동산 자산을 보유하는 부문을 설명하기 위한 실무적 표현
 자료: 대신증권 Research Center

표 6. RIDEA 제도 설명

| 구분 | 인수사 | 설명 | 시사점 |
|---------|------------|--|--|
| 개요 및 연혁 | 명칭 | REIT Investment Diversification and Empowerment Act | 헬스케어 리츠의 비즈니스 모델을 바꾼 핵심 법안 |
| | 입법경로 | 2008년 Housing and Economic Recovery Act (HERA) 법안에 RIDEA 포함 통과 | 헬스케어 리츠의 운영수익 공유 합법화 및 사업확장 지원 2026년 TRS 자산비중 25%로 한도 재확대 (OBBSA) |
| 거래 구조 | 3 단계 법적 분리 | REITs 헬스케어 부동산 소유 → TRS 자회사에 임대 → 운영사 위탁 운영 | 부동산 소유와 실질적인 의료/시설 운영의 합법적 분리 완수 |
| | 필수 요건 | 독립적인 제 3자 운영사가 자산 위탁운영 | 리츠의 '수동적 투자기' 정체성(직접 운영 금지) 유지 |
| | 주요 적용 자산 | 시니어 하우스(Senior Housing), 전문요양시설(SNF) 등 | 인구 고령화 트렌드와 결합된 핵심 헬스케어 부동산 |
| 도입 효과 | 도입 이전 (한계) | 헬스케어 시설은 사실상 NNN(Triple-Net) 리스 채택 | 운영 현금흐름 참여가 불가하여, 시장 호황기에도 고정 임대료에 묶이는 구조적 업사이드 제한 |
| | 도입 이후 (변화) | ① 헬스케어 시설 운영 수입을 '적격 REIT 소득'으로 인정 ② 합법적인 운영 수익 공유(NOI) 기틀 마련 | 과세 특례 유지와 동시에 RIDEA 구조를 활용한 수익 다변화 가능 |
| | 최초 사례 | Health Care REIT(現 웰다워) + Merrill Gardens 파트너십 (\$8.17억) | 헬스케어 RIDEA(SHOP) 구조의 본격적인 개막 |
| 투자 관점 | 수익성 (장점) | 서비스 단가 및 입주율 상승분 → 리츠 수익(NOI)으로 직접 흡수 | 인플레이션 방어력 확보 및 초과 수익(Upside) 향유 |
| | 위험성 (단점) | 인건비 상승, 공실 증가, 전염병 발생 시 직접 노출 | 고정 임대료(NNN) 대비 하방 변동성(Downside Risk) 확대 |

자료: 대신증권 Research Center

표 7. TRS 수익 흐름 단계별 정리

| 단계 | 대상자 | 역할 | 수익비용 흐름 | 세무 처리 |
|----|----------------|---|---------------------------------------|--------------------------------------|
| 1 | 입주자 | 월 이용료 납부 | 이용료 지출 | 없음 (소비자 지출) |
| 2 | 운영사 | 현장 입주민 케어 등 실질 운영 전담 | 운영 관리수수료 수취 | 운영사 자체 법인세 납부 |
| 3 | TRS | 운영사와 위탁관리계약 체결 사업 운영권 및 리스크 보유 | NOI (운영 수수료 등 차감) 수취 PropCo 임대료 지급 | NOI 기준으로 TRS 법인세 납부 |
| 4 | PropCo / REITs | PropCo - 자산 소유 / TRS 에 임대 REITs - 최상위 지주회사 | REITs는 자회사 PropCo 통해 TRS로부터 임대료 수취 | 과세소득의 90% 이상 의무 배당 시 리츠 단계 법인세 면제 |

자료: 대신증권 Research Center

고정 임대료형 NNN에서 운영참여형 SHOP으로

NNN과 SHOP의 수익구조 차이

시니어하우징 리츠의 사업구조 변화는 고정 임대료를 받는 트리플넷(Triple-net, NNN) 운영 성과를 직접 반영하는 RIDEA 구조로 이동하고 있다는 점에서 의미가 크다.

NNN은 리츠가 운영사에 자산을 장기 임대하고 고정 임대료를 수취하는 전통적 구조다. 이 경우 세금, 보험, 유지보수 등 주요 비용은 임차 운영사가 부담하므로 리츠 입장에서는 현금흐름의 예측 가능성이 높고 안정성이 크다. 반면 RIDEA는 시니어하우징처럼 운영 성과가 자산가치를 좌우하는 자산에서, 리츠가 운영 성과에 경제적으로 참여할 수 있도록 허용한 제도다.

여기서 SHOP(Seniors Housing Operating Portfolio)은 이러한 RIDEA 구조가 실제 적용된 시니어하우징 운영 포트폴리오를 의미한다. 즉 NNN이 임대료 수취 중심 구조라면, RIDEA는 운영 성과 참여를 가능하게 한 제도적 틀이고, SHOP는 그 틀 안에서 운영 성과에 노출된 사업형태이다.

회복 국면에서 확대되는 SHOP 업사이드

최근 시니어하우징 업황 회복은 NNN보다 SHOP 구조에서 더 큰 실적 탄력으로 나타나고 있으며, 이것이 구조 전환이 가속화되는 직접적 배경이다.

그럼 32에서 확인할 수 있듯이, 웰타워 포트폴리오에서 RIDEA 구조를 적용한 자산군의 동일매장 NOI는 2024년 이후 매 분기 20% 이상 성장한 반면, NNN 자산군은 3~5% 내외의 안정적 성장에 머물렀다. NNN이 하방 방어에는 강하지만 운영 개선 성과를 리츠 수익에 제한적으로만 반영하는 구조임을 보여준다. 반대로 SHOP는 수요 회복과 운영 효율 개선이 실적에 직접 반영되기 때문에 상승 국면에서 더 큰 업사이드를 제공할 수 있다.

표 8. 헬스케어 리츠 자산별 특성 구분

| 구분 | 시니어 하우징 | | 메디컬오피스 | 전문간호시설 | 병원 | 연구실 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 임차구조 | NNN | RIDEA 구조 | NNN | NNN | NNN | NNN |
| 임차인 | 시니어하우징 운영업체 | TRS | 외래진료 운영업체 | 전문요양시설 운영업체 | 병원 운영업체 | 생명과학 연구기관 |
| 목적 | 주거보조 및 독립주거 | | 외래진료 | 장기요양 | 치료 | 실험연구 |
| 주요지불주체 | Private | Private | Private | Public | Public | Private |
| 계약기간 | 장기 (10년 이상) | 중단기 (3~10년) | 장기 (10~15년) | 장기 (15~20년) | 장기 (15~20년) | 장기 (10~15년) |
| 임차구분 | 마스터리스 | 개별임차 | 마스터리스 | 마스터리스 | 마스터리스 | 마스터리스 |
| 수입근원 | 임대료 | 운영수입 | 임대료 | 임대료 | 임대료 | 임대료 |
| 인건비리스크 | 낮음 | 높음 | 낮음 | 높음 | 높음 | 낮음 |
| 운영리스크 | 낮음 | 높음(직접노출) | 낮음 | 중간 | 높음 | 낮음 |
| 정책민감도 | 낮음 | 낮음 | 보통 | 높음 | 높음 | 낮음 |

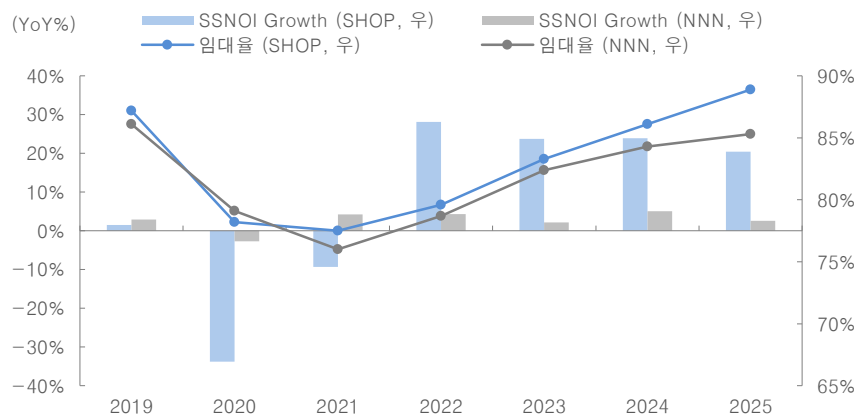
주: RIDEA 구조는 리츠(ProCo) → TRS → 운영업체 순서로 임차하는 형태로 TRS 운영업체 간의 임차는 관리계약 구조
 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 9. 트리플넷 vs SHOP 운영구조 차이점

| 구분 | 내용 | 낮음 | 높음 |
|-------|-------------------|--------------------------------------|-------------------------|
| 수익잠재력 | 임대료외 추가수입 발생가능성 | Only 임대료 | 매출연동 운영수입 |
| 수익안정성 | 안정된 임대수입 수취 가능성 | 안정된 운영업체의 경우 수입예상 가능 | 임차인 지급불능사태 제외, 고정임대료 계약 |
| 운영권한 | 운영관리 통제력 시장변화 대응력 | 임차인에게 운영권한 이관 | 직접 자산관리 및 운영 |
| 비용부담 | 유지보수개선비 비용부담 | 대부분 임차인 부담 일부 상황에 따라 임대인과 capex 공동부담 | 운영비용 직접부담 |

자료: 대신증권 Research Center

그림 32. 웰타워 SHOP vs NNN 자산별 임대지표 비교



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

II. 왜 지금 RIDEA 인가

구조적 공급부족이 키우는 RIDEA의 가치

필요 공급 대비 현저히 낮은 개발 속도

지금 RIDEA가 다시 주목받는 이유는 시니어하우징 시장이 현재 수준의 개발속도만 유지돼도 필요한 공급량을 구조적으로 따라가지 못하는 구간에 들어섰기 때문이다.

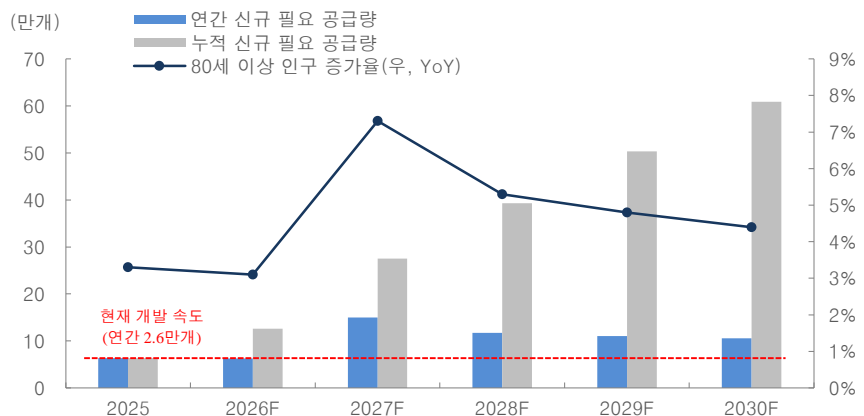
그림 33을 보면 2027년 이후 연간 신규 필요 공급량은 2030년 61만 유닛까지 확대되는 반면, 신규 공급은 11만 유닛 수준에 머문다. 즉 현재 개발속도만 유지돼도 공급 부족 폭은 해마다 확대된다. 한편, 80세 이상 인구 증가율도 2027년 약 8%에 근접한 뒤 2030년에도 4%대 중반을 유지해 수요 확대가 구조적임을 보여준다. 그림 34는 착공 물량에서 실제 재고 증가분을 차감한 값으로, 미래 공급 파이프라인이 얼마나 보강되고 있는지를 보여주는 그래프다. 이 값이 최근 다시 0선 부근까지 낮아졌다는 것은 현재 재고는 늘고 있어도, 앞으로 이어질 신규 공급은 충분히 쌓이지 않고 있음을 뜻한다.

높은 대체원가로 개발보다 매입이 유리한 시장 환경

이처럼 공급 파이프라인이 약한 환경에서는 신규 개발보다 기존 자산을 확보해 운영 성과를 높이는 전략의 매력력이 커지며, 그 지점에서 RIDEA의 실익이 분명해진다.

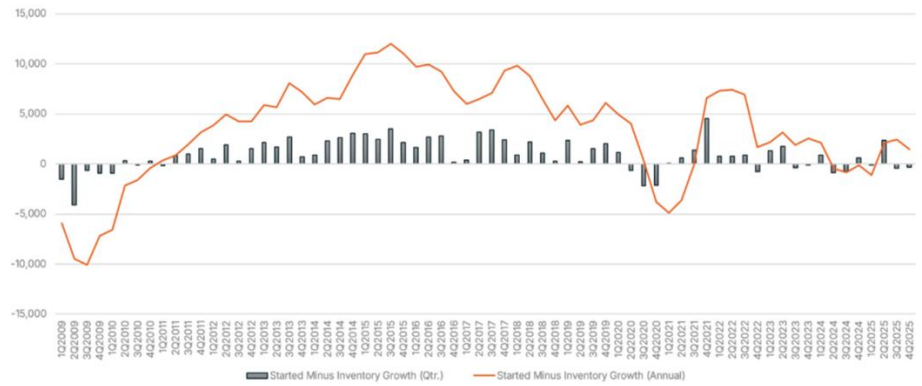
그림 35를 보면 주요 시장의 개발비용은 유닛당 50만~130만달러 수준에 형성돼 있고, Washington DC·Los Angeles·Orange County는 80만~90만달러, San Jose는 130만달러를 상회한다. 반면 자산 매입 평균가는 이보다 낮다. 이는 새로 짓는 비용이 기존 자산을 사는 비용보다 높거나 비슷한 수준까지 올라와 있음을 의미한다. 결국 필요한 공급은 빠르게 늘어나는데 개발은 느리고 비싸기 때문에, 기존 자산 특히 운영 개선 여지가 남은 자산의 가치가 더 부각된다. 따라서 지금은 단순 자산 보유보다 기존 자산의 운영 업사이드를 직접 흡수할 수 있는 RIDEA 구조가 더 높은 전략적 가치를 갖는 시점이다.

그림 33. 미국 시니어 하우징 필요 공급량 전망



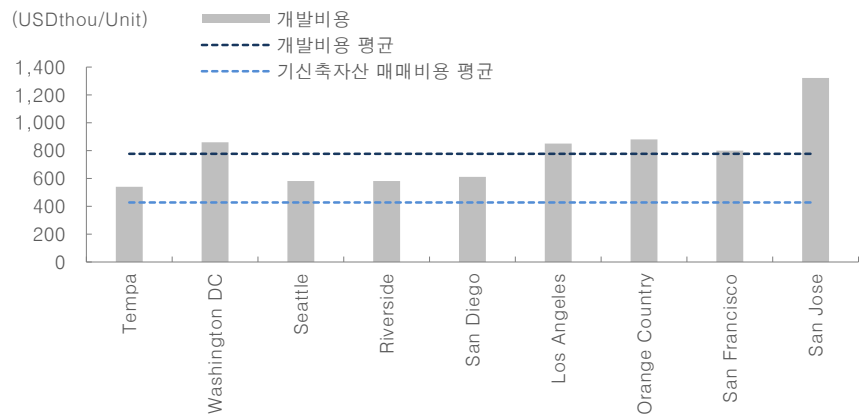
자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 34. 미국 시니어 하우스링 착공량 대비 순재고 증가량



자료: NIC, 대신증권 Research Center

그림 35. 미국 시니어 하우스링 Replacement Cost 비교



자료: IRA Capital, 대신증권 Research Center

상장리츠 매입 확대와 운영 플랫폼 경쟁

상장리츠의 IL·AL 중심 매입 확대 흐름

시니어하우징 시장에서 최근 가장 의미 있는 변화는 2022년 이후 상장리츠의 매수 비중이 다시 확대되고 있다는 점이며, 이는 지금 RIDEA가 유효한 구조로 재평가되는 배경과 맞닿아 있다.

그림 36을 보면 매수자 구성에서 상장리츠 비중은 전 기간 내내 일관되게 가장 높았던 것은 아니지만, 2022년 이후 다시 뚜렷하게 커지는 흐름이 확인된다. 이는 팬데믹 이후 시장 재편이 진행되는 과정에서, 단순 금융투자보다 자산 편입 이후 운영 성과를 관리하고 개선할 수 있는 장기 보유 주체가 다시 전면에 나서고 있음을 시사한다. 그림 37은 이 흐름을 자산 유형 측면에서 더 구체화한다. 상장리츠가 매입한 자산 중 AL 비중은 44%, IL 비중은 30%로, 두 유형을 합하면 약 74%에 이른다.

즉 상장리츠의 매입은 IL·AL 중심으로 집중돼 있으며, 이는 수요층이 넓고 자산 풀이 크며 상대적으로 운영 안정성이 높은 영역에 자본이 우선 유입되고 있음을 의미한다. 반면 NC는 사모자본 비중이 상대적으로 높게 나타나, 운영 난이도와 자산별 편차가 큰 영역일수록 보다 적극적인 가치제고 전략을 선호하는 자본이 접근하고 있음을 보여준다.

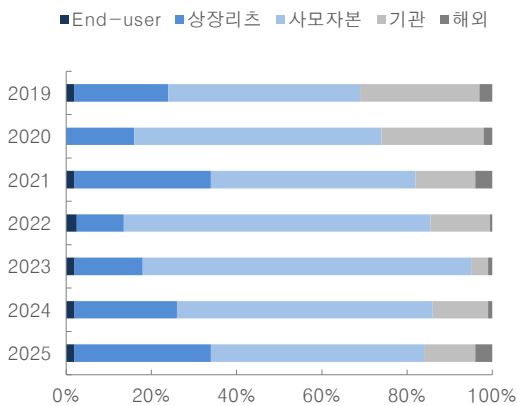
자산 확보에서 운영 플랫폼 경쟁으로 확대

이러한 변화는 개별 자산 매입을 넘어 운영 플랫폼 확보 경쟁으로 확장되고 있으며, 바로 그 점이 지금 RIDEA의 전략적 의미를 키우고 있다.

그림 38을 보면 시니어하우징 및 요양시설 거래금액은 2023년 이후 다시 상승세로 전환됐고, 최근에는 포트폴리오 거래 비중도 높아지고 있다. 표 10에 정리된 주요 사례들 역시 같은 흐름을 보여준다. Ventas의 New Senior 인수, 웰타워의 Holiday Retirement 거래 등은 모두 단순 외형 확대보다 운영 플랫폼과 실행 역량을 함께 확보하려는 목적이 강하다.

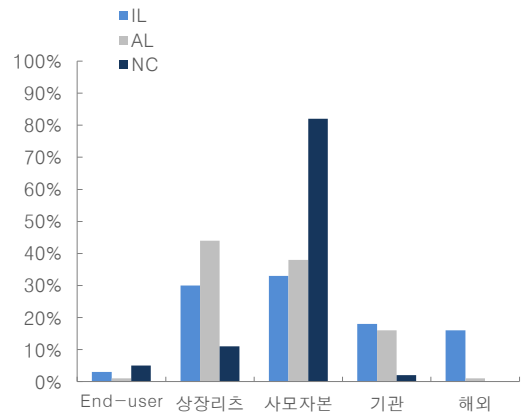
결국 최근 시장은 자산 확보 경쟁과 더불어 운영 역량 확보 경쟁도 동시에 강화되고 있으며, 이는 운영 성과를 직접 반영할 수 있는 RIDEA 구조의 필요성이 높아지고 있다.

그림 36. 시니어하우징 매수자별 비중



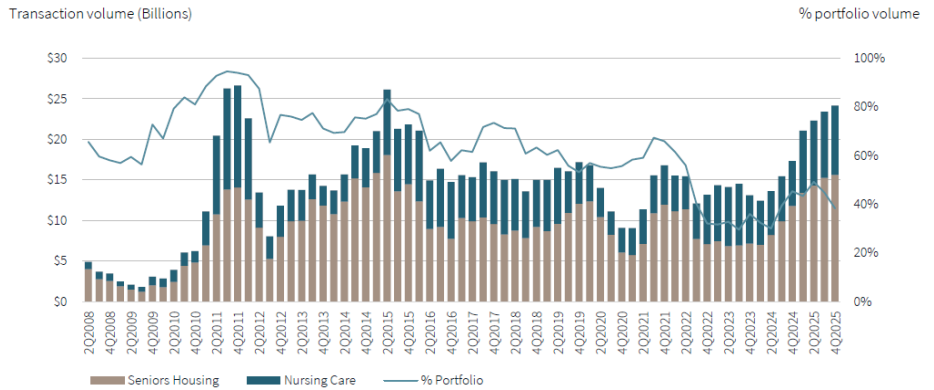
자료: JLL, RCA, 대신증권 Research Center

그림 37. 시니어하우징 유형별 매수자 분포 비율



주: 2025년 기준
자료: JLL, RCA, 대신증권 Research Center

그림 38. 시니어하우징 및 요양원 거래량 추이



자료: JLL, RCA, 대신증권 Research Center

표 10. 시니어 하우징 리츠의 대표 M&A 사례

| 연도 | 인수사 | 피인수 대상 | 인수 유형 | 규모 | 설명 |
|------|-----------|--------------------|---------|---------|--|
| 2021 | Ventas | New Senior Invest. | 자산+리츠 | \$23억 | 코로나 회복기 직전 103개 시니어 하우징 자산을 선제적으로 저점매입 |
| | 웰타워 | Holiday Retirement | 운영 플랫폼 | \$15.8억 | 대형 운영사를 직접 인수하여 리츠가 운영 시스템 전반을 장악하고 내재화함 |
| 2022 | 웰타워 | StoryPoint | JV (지분) | \$8.2억 | 지역 강소 운영사와 전략적 합작법인을 설립하여 특정지역의 시장지배력 강화 |
| 2023 | Ventas | Santerre Health | 자산 (채권) | \$4.8억 | 부실 대출 채권을 자산 소유권으로 전환 → 직접 통제 가능 자산으로 편입함 |
| 2024 | 웰타워 | Affinity Living | 자산 | \$9.7억 | 웰빙 중심의 프리미엄 시니어 아파트 자산을 확보하여 포트폴리오를 고도화함 |
| | Ventas | Vintage Stock | 자산 | \$8.2억 | 핵심 거점 자산 매입 후, 검증된 우량 운영사로 교체하여 자산 가치를 제고함 |
| 2025 | NH | Encore Senior | 자산 | \$1.1억 | 전통적인 임대 중심 리츠가 직접 운영형 자산 비중을 늘리며 사업모델 다각화 |
| | CareTrust | Sincer Senior | 운영사 지분 | \$1.8억 | 운영사 지분에 직접 참여하여 운영 파트너 간의 전략적 이해관계를 일치시킴 |
| | LTC Prop. | Thrive Senior | 자산 (전환) | \$3.6억 | 부실 징후가 있는 임대 자산을 인수하여 직접 관리 체제로 전환 |
| 2026 | Ventas | Enlivant Assets | 자산 (경매) | \$8.0억 | 파산 절차 중인 운영사의 우량 자산만을 선별적으로 매입하는 전략을 구사함 |
| | 웰타워 | Anthology | 브랜드/자산 | \$4.2억 | 최신식 시설과 브랜드를 함께 인수하여 고소득층 프리미엄 라인업을 완성함 |

자료: 대신증권 Research Center

운영성과를 함께 키우는 Win-Win 구조

소유사-운영사 간의 이해관계 충돌을 줄이는 RIDEA 구조

RIDEA의 강점은 소유자와 운영자가 서로 다른 목표를 갖는 구조가 아니라, 매출 성장과 비용 통제를 함께 추구하도록 이해관계를 정렬시킨다는 점에 있다.

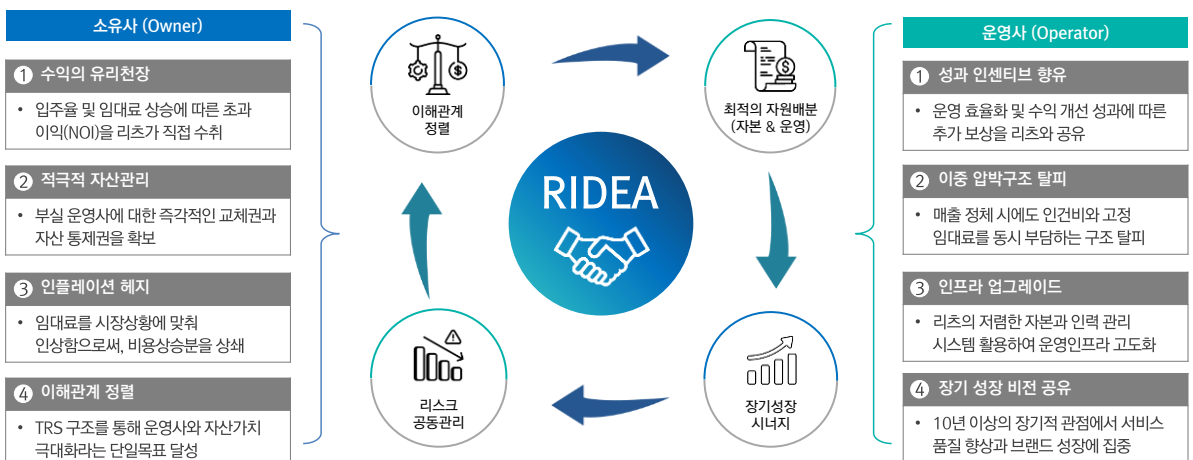
고정 임대료 중심 구조에서는 소유자는 임대료만 안정적으로 받으면 되지만, 운영자는 인건비 상승과 서비스 투자 부담을 사실상 혼자 떠안게 된다. 이렇게 되면 소유자는 자산 가치 개선을 원하고 운영자는 비용 방어에 몰리면서, 같은 자산을 두고도 서로의 목표가 달라질 수 있다. 그림 39는 RIDEA가 이 문제를 어떻게 완화하는지를 보여준다. 소유자는 운영성과가 좋아질수록 그 성과를 NOI로 반영할 수 있고, 운영자는 단순 관리수수료가 아니라 성과 인센티브를 통해 개선의 과실을 함께 가져간다. 즉 한쪽은 업사이드만 가져가고 다른 한쪽은 비용만 부담하는 구조가 아니라, 매출 확대와 비용 효율화라는 동일한 목표를 함께 추구하는 구조로 바뀌는 것이다. 시니어하우징처럼 운영 품질이 자산가치를 좌우하는 영역에서는 이러한 정렬 효과가 특히 중요하다.

운영 개선을 수익으로 연결하는 구조

최근 지표가 보여주는 것은, 지금 시장이 운영 개선의 과실을 실제 수익으로 연결할 수 있는 구간에 들어섰다는 점이다.

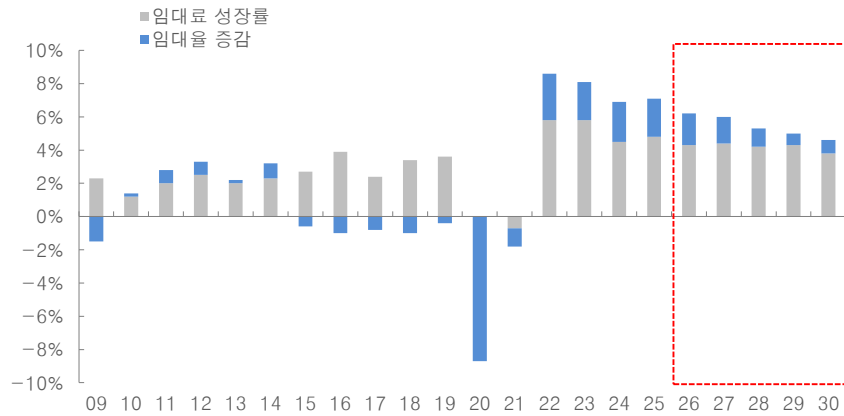
그림 40의 RevPAF는 Revenue per Available Facility, 즉 가용 객실당 매출로, 임대율이 오르거나 임대료가 오르면 함께 개선되는 지표다. 최근 구간에서 RevPAF 성장률은 대체로 5% 안팎을 유지하고 있으며, 초기 회복 국면의 임대율 반등 이후에는 임대료 성장률이 4~5% 수준에서 매출을 지지하는 흐름으로 이어지고 있다. 이는 초기 회복 국면의 강한 점유율 반등 이후, 최근에는 가격 인상과 안정적 점유율 유지가 매출 성장을 지지하는 국면으로 이동하고 있음을 의미한다. 그림 41에서도 동일매장 운영비용 성장률은 최근 4~5% 수준으로 안정돼 있어, 매출 증가가 비용 상승에 대부분 상쇄되지 않는 환경이 형성되고 있음을 보여준다. 실제로 그림 42에서 주요 리츠의 시니어하우징 NOI 비중은 2018년 이후 꾸준히 상승해 2025년 웰타워는 83%, 벤타스는 53%까지 높아지고 있다.

그림 39. 시니어 하우징 서비스 운영구조



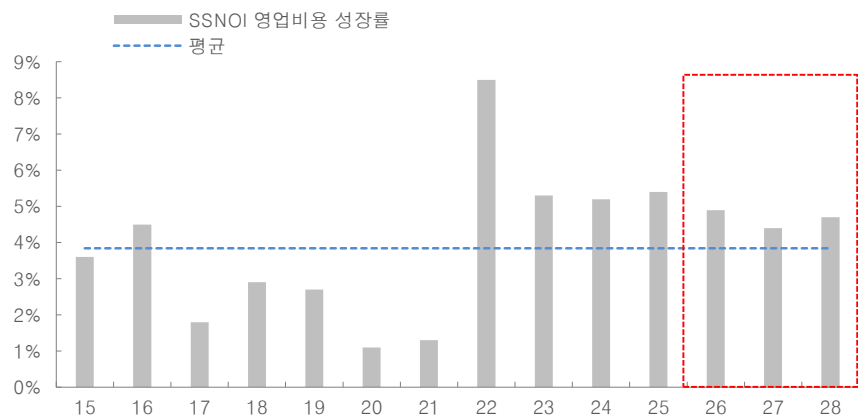
자료: 대신증권 Research Center

그림 40. 상위 50개 시장 RevPAF 성장률



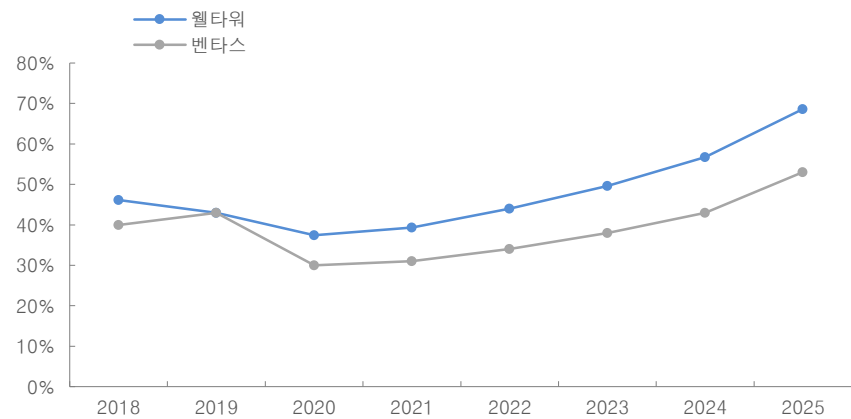
주: RevPAF – Available 유닛당 매출
 자료: NIC, Green Street, Partners Valuations Advisors, 대신증권 Research Center

그림 41. 동일매장 운영 비용 성장률 (리츠섹터)



자료: ASHA, Green Street, Partners Valuations Advisors, 대신증권 Research Center

그림 42. 시니어 하우징 리츠 SHOP NOI 비중 추이



자료: Welltower, Ventas, 대신증권 Research Center

Part 3.

윌타워의 Alpha

웰타워 (WELL)

김다은
daeun.kim@daishin.com

투자의견 (톱스노이어 평균) **N.A** *(2.0)

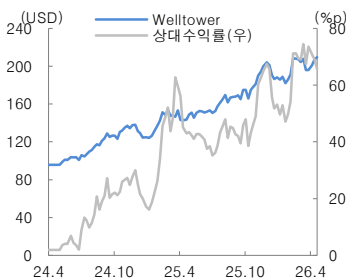
목표주가(USD) (톱스노이어 평균) **231.4**

현재주가(USD) (26.04.23) **208.2**



| | |
|-------------|-----------------------|
| 기업명 | Welltower Inc |
| 한글명 | 웰타워 |
| 홈페이지 | https://welltower.com |
| 결산월 | 12월 |
| 거래소 국가 | 미국 |
| 상장 거래소 | 뉴욕 |
| 시가총액(십억달러) | 146.7 |
| 시가총액(조원) | 217.3 |
| 발행주식수(백만주) | 704.5 |
| 52주 최고가/최저가 | 216.3/142.7 |
| 주요주주 | 뱅크드 그룹 13.0% 외 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|------|------|------|
| 절대수익률 | 6.8 | 13.8 | 19.2 | 43.3 |
| 상대수익률 | 2.4 | 11.4 | 5.5 | 38.9 |



프리미엄을 뒷받침하는 성장

- 미국 최대 시니어하우징 리츠로 하이엔드 자산 중심의 포트폴리오 보유
- 공급부족 장기화 속 점유율 · 임대료 · 마진 동반 개선 구간 지속 전망
- 대규모 투자는 주당 FFO로 연결되며 성장 가시성 강화

[기업 개요]

Welltower Inc.(WELL US)는 미국 최대 헬스케어(시니어하우징 전문) 리츠, 총 2,900개 자산 보유, NOI 기준 시니어하우징 비중 83%. AL 45% · IL 24% 프리미엄 Private Pay 중심, 100개 이상 파트너 운영사 네트워크와 WBS(Welltower Business System) 독점 데이터 운영 플랫폼이 핵심 해자.

[투자 포인트 및 밸류에이션]

- ① 구조적 공급부족이 뒷받침하는 SHOP 유기적 성장: SHOP 동일자산 점유율 89%는 과거 2015년 최고치 91% 대비 200bp+ 업사이드 잔존. 현재 재고증가를 1% 미만의 사상 최저 공급 환경과 높은 개발 원가가 지속되는 한 점유율 및 임대료 동반 상승과 마진 레버리지 효과 지속 전망
- ② 우수한 수익-비용 스프레드(RevPOR-ExpPOR) : 지역 챔피언 운영사와의 파트너십과 15년 이상 축적된 데이터 기반의 운영시스템 WBS로 비용통제 최적화. SHOP 동일자산 NOI 13분기 연속 20% 이상 성장. SHOP 자산 1개 당 영업마진 30~45만달러 유지. 경쟁사가 복제불가능한 웰타워만의 해자
- ③ 대규모 투자는 주당 FFO 으로 연결: 2025년 순투자 110억달러, 투자활동으로 인한 주당 FFO 기여분은 0.45달러(총 증가분의 47%), 2026년에도 +0.30달러 기여 제시. 성장 측은 외형 확장에서 SHOP NOI 유기적 성장으로 이동 중이며, 가이던스 상향 여지도 존재

웰타워 12MF P/FFO 34배로 동일 자산군 리츠 벤타스(21배) 대비 프리미엄 있으나 FFO 성장률 격차(웰타워 16% vs 벤타스 8%)가 프리미엄을 정당화. 예상 DPS 2.96달러 기준 배당성장 50% 미만으로 증액 여력도 보유. 기존자산 점유율 상승과 운영 효율화만으로도 높은 이익 성장 가능한 구조. 26~27년 성장률 지속가능성 증명이 핵심

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 백만달러, 배, %, %p)

| | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 4,742 | 5,861 | 6,638 | 7,991 | 10,838 |
| EBITDA | 1,792 | 2,050 | 2,733 | 3,412 | 4,802 |
| 당기순이익 | 336 | 141 | 340 | 952 | 937 |
| EV/EBITDA | 91.2 | 79.7 | 59.8 | 47.9 | 34.0 |
| P/FFO | 25.3 | 19.4 | 24.4 | 30.1 | 35.3 |
| DPS | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 2.8 |
| 배당수익률 | 2.8 | 3.7 | 2.7 | 2.0 | 1.5 |

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

I. 부동산 포장지를 쓴 운영회사

웰타워의 본질은 운영형 플랫폼 구조

웰타워의 경쟁우위는 자산 확보부터 운영·데이터 관리까지 묶은 시스템

웰타워의 경쟁우위는 자산·운영·실행·데이터 통제를 하나의 시스템으로 결합한 데 있다.

첫째, 규모의 자본력은 공급 부족 국면에서 유망 자산을 선별적으로 확보하고 value-add가 가능한 자산을 매입할 수 있게 한다. 둘째, 운영사 파트너십은 지역 로컬 강자와 협력해 현장 운영 품질을 높이고 운영 현금흐름에도 참여할 수 있게 한다. 셋째, 데이터 플랫폼 WBS는 20년 이상 축적된 데이터를 바탕으로 딜소싱과 운영 데이터를 관리하며 의사결정과 운영 효율을 높인다.

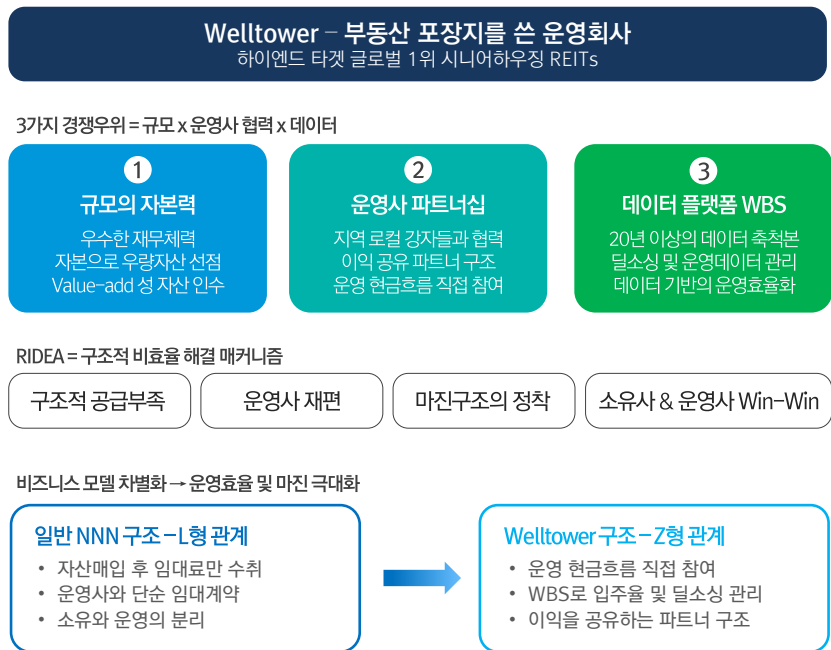
시장 비효율을 수익으로 바꾸는 구조

이 세 가지 경쟁우위가 의미를 갖는 이유는, RIDEA가 시니어하우징 시장의 구조적 비효율을 수익으로 전환하는 메커니즘이기 때문이다. 구조적 공급부족, 운영사 재편, 마진 정상화, 소유자와 운영자의 이해관계 정렬은 모두 RIDEA에 유리한 환경이다.

일반적인 NNN 구조는 자산을 매입한 뒤 임대료만 수취하고, 운영사와는 단순 임대차 관계를 맺는 L형 관계에 가깝다. 이는 자산 소유자와 임차 운영사가 수직적으로 나뉘고, 소유와 운영의 이해관계가 분리된 구조를 뜻한다. 반면 웰타워 구조는 운영 현금흐름에 직접 참여하고, WBS로 입주율과 퇴소를 관리하며, 운영사와 이익을 공유하는 Z형 관계에 가깝다. 자산 보유와 운영, 데이터 관리, 이익 공유가 연결된 파트너 구조를 의미한다.

결국 웰타워는 부동산 위에 운영 역량을 얹어 가치를 키우는 플랫폼형 사업자, 즉 '부동산 포장지를 쓴 운영회사'로 이해하는 것이 적절하다.

그림 43. 웰타워 핵심 전략



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

하이엔드 타겟의 글로벌 1위 시니어하우징 리츠

민간지불 중심
포트폴리오로 수익성
확보

웰타워는 시니어하우징 비중이 높을 뿐 아니라, 그 포트폴리오가 민간지불(private pay) 중심으로 구성돼 있어 상대적으로 높은 수익성과 가격 결정력을 확보하고 있다.

그림 44를 보면 전체 NOI의 68%가 시니어하우징(SHOP)에서, 15%가 시니어하우징(NNN)에서 발생해 시니어하우징 관련 비중이 80%를 상회한다. 여기서 SHOP는 웰타워가 운영 성과에 직접 참여하는 자산군이고, NNN은 고정 임대료를 수취하는 자산군이다. 그림 48을 보면 이 두 자산군의 수익원은 대부분 민간지불에서 발생하는 반면, 장기·후기 치료시설은 메디케어·메디케이드 비중이 높다.

즉 웰타워는 정부 보전 의존도가 높은 자산보다, 가격 결정력과 수익성이 상대적으로 높은 민간지불형 시니어하우징에 크게 노출된 구조다.

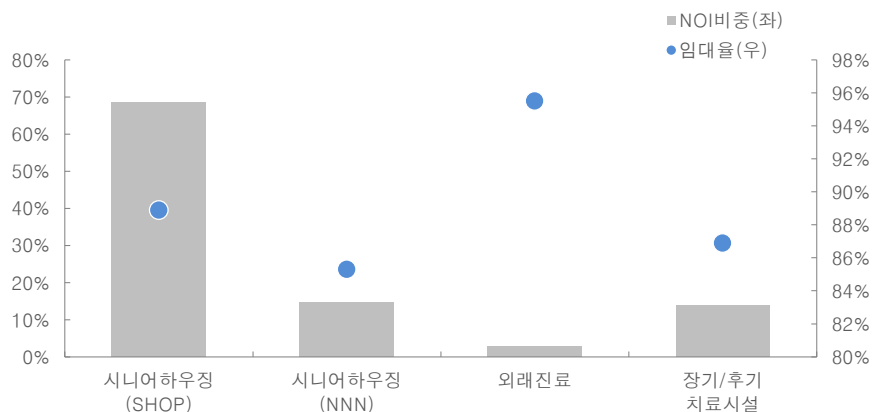
우량 하이엔드
자산으로 높은 가격
실현

또한, 웰타워는 시니어하우징 안에서도 더 높은 가격대를 형성할 수 있는 하이엔드 자산군에 집중하고 있다.

그림 46을 보면, AL 45%, IL 24%, MC 16%로 세 유형이 전체의 85%를 차지한다. 이는 웰타워 포트폴리오의 중심이 프리미엄 세그먼트에 놓여 있음을 의미한다. 또한, 그림 47을 보면 웰타워의 미국 시니어하우징 평균 임대료는 2022년 약 5,400달러에서 2025년 6,100달러 수준으로 상승했고, 같은 기간 시장 평균은 약 5,000달러에서 5,500달러 수준에 머물렀다. 이에 따라 가격 프리미엄은 약 9%에서 12% 수준으로 확대됐다.

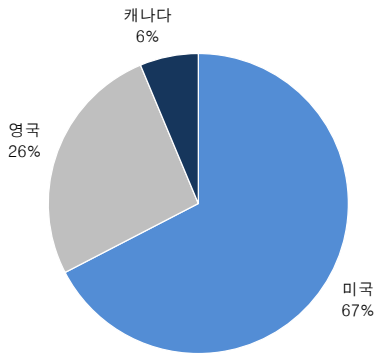
이는 웰타워가 단순히 하이엔드 영역에 위치한 것이 아니라, 시장 평균보다 더 높은 가격을 실제로 받을 수 있는 우량자산을 보유하고 있다는 점을 의미한다.

그림 44. 웰타워 사업별 NOI 비중 및 임대율



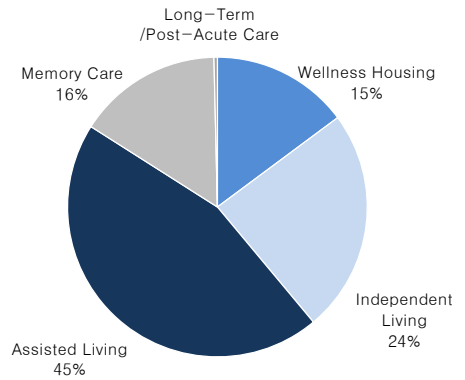
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 45. 웰타워 국가별 비중



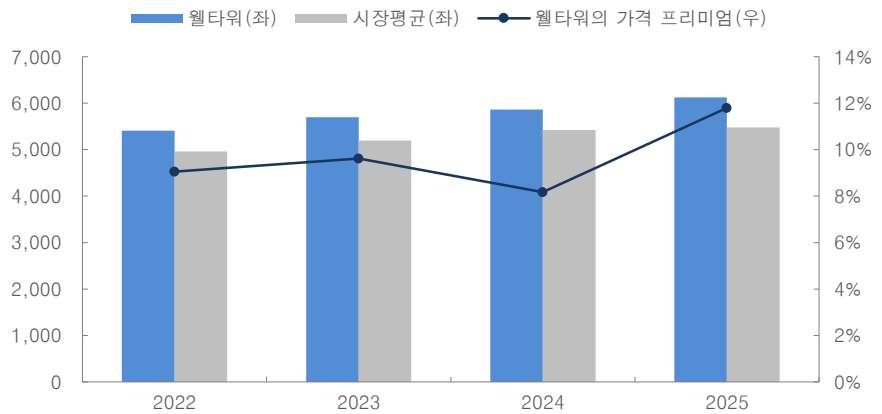
주: 2025년 4분기 기준
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 46. 웰타워 시니어하우징 내 서비스유형별 비중



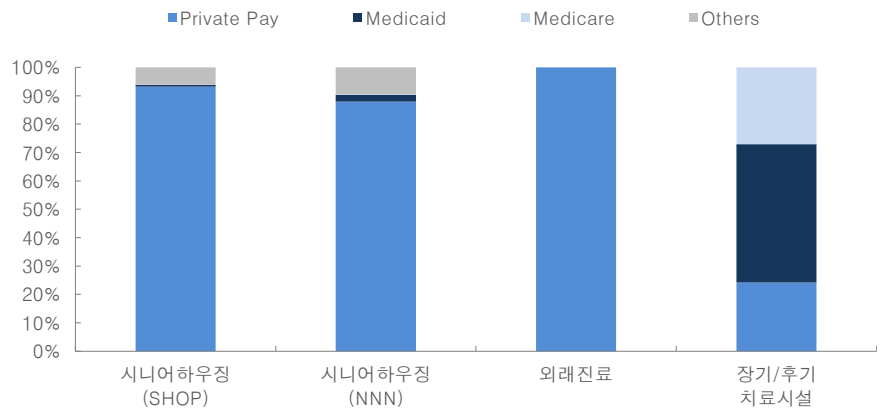
주: 2025년 4분기 기준
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 47. 미국 시니어하우징 임대료 비교 (웰타워 vs 시장평균)



주: 2025년 4분기 기준
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 48. 웰타워 사업별 Private Pay 비중



주: 2025년 4분기 기준
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

II. 운영 : 파트너십 & 데이터 기반의 효율성 극대화

1) 지역 강자 운영사와 파트너십 구축

지역 강자와의 연합이 운영 경쟁력의 핵심

웰타워의 운영 경쟁력은 자산을 넓게 분산해 맡기기보다, 성과가 검증된 지역 강자 운영사에 의미 있는 규모를 집중 배치하는 데 있다.

표 11을 보면 파트너별 NOI 기여도는 Barchester 11.6%, Cogir 8.1%, Care UK 5.9%, Sunrise 5.6%, Avir Health 5.1% 순이다. 상위 8개 운영사 비중만 합쳐도 49%에 달한다. 그림 49에서도 Barchester와 Cogir의 NOI 기여가 가장 크고, Care UK·Sunrise·Avir Health·Oakmont가 그 뒤를 잇는다. 이는 웰타워가 운영사를 단순히 많이 두는 것이 아니라, 검증된 파트너에게 자산을 집중 배치하는 구조임을 보여준다. 동시에 영국, 캐나다, 미국의 지역 강자들이 고르게 포진해 있어 특정 시장이나 단일 운영 모델에 대한 의존도도 낮다.

운영사 재배치가 입증한 성과 개선

이 구조를 통해 실제로 자산을 지역별로 재편하고 운영사를 정밀하게 재배치하여 마진과 점유율을 함께 끌어올린 사례가 있다.

표 12를 보면 웰타워는 2021년 인수한 86개 시니어하우징 자산을 대형 운영사 Atria가 전국 단위로 표준화해 관리하던 기존 구조에서 벗어나, 시니어하우징은 철저한 로컬 서비스업이라는 전제 아래 지역 밀집형 구조로 전환했다. 이후 부진한 대형 계약을 해지하고 자산을 권역별 로컬 챔피언에게 재배치했는데, 서부는 Oakmont, 북서부는 Cogir, 중서부는 StoryPoint, 휴양지 자산은 Discovery가 맡는 방식으로 6개 권역 운영사를 재선정했다.

이후 시설 간 인력 교차 배치로 외부 채용 비용을 줄이고, 지역 단위 광고 집행으로 마케팅 효율을 높였으며, 운영사 경영진의 현장 방문 확대로 의사결정 속도를 개선했다. 동시에 자재와 소모품을 지역 단위로 조달해 단가를 낮추고, 도급 네트워크를 공유해 신규 고객 유치 비용도 절감했다. 그 결과 하와이 자산은 점유율 82%, NOI 마진 10%p 개선을 기록했고, 북서부 지역은 팬데믹 이전 고점 대비 점유율 8%p, NOI 마진 6% 이상 상승했다.

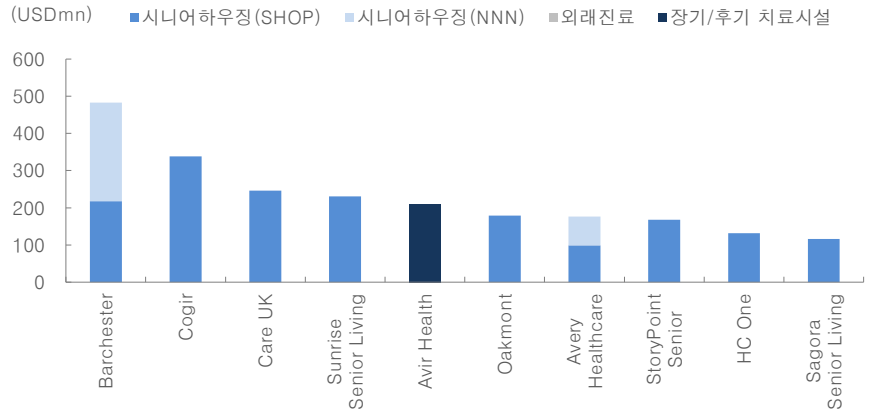
표 11. 웰타워와 파트너십을 맺은 시니어하우징 운영사

| No | 소유사 | 활동 지역 | 핵심 강점 및 특색 | NOI 기여도 |
|----|-------------|------------|--|---------|
| 1 | Barchester | 영국 전역 | 프리미엄 치매 케어 및 Triple-net 구조 기반의 안정적 수익 창출 | 11.6% |
| 2 | Cogir | 캐나다, 미국 서부 | 퀘벡 지역 최대 점유율, 하이엔드 주거(L/A/L) 서비스 전문 | 8.1% |
| 3 | Care UK | 영국 전역 | 지역사회 연계형 간호 중심 요양 서비스 및 대규모 자산 관리 | 5.9% |
| 4 | Sunrise | 미국, 캐나다 | 북미 주요 대도시권의 최상급 브랜드 파워 및 서비스 표준화 | 5.6% |
| 5 | Avir Health | 미국 | 숙련 간호 시설(SNF) 전문 및 정부 보조금 정산 역량 | 5.1% |
| 6 | Oakmont | 미국 (서부) | 캘리포니아 부유층 대상 럭셔리 시니어 커뮤니티 특화 | 4.3% |
| 7 | Avery | 영국 | 영국 내 맞춤형 중증 케어 및 RDEA/Triple-net 혼용 관리 | 4.2% |
| 8 | StoryPoint | 미국 (중서부) | 미시간 등 중서부 거점, 효율적 운영 기반의 높은 점유율 유지 | 4.0% |
| 9 | HC One | 영국 전역 | 영국 최대 시니어 케어 인프라 보유 및 수직 통합 원료 | 3.2% |
| 10 | Sagora | 미국 (남부) | 텍사스 기반 리조트형 단지 및 광활한 부지 활용 경쟁력 | 2.8% |

주: 2025년 4분기 기준

자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 49. 시니어하우징 운영사 파트너사의 NOI 발생 사업



주: 2025년 4분기 기준
 자료: Welltower, 대신증권 Research Center

표 12. 웰타워-로컬 운영사 협업 Case Study : Holiday Retirement 포트폴리오

| 단계 | 구분 | 전략 핵심 | 상세 내용 |
|----|-----------|----------------|---|
| 1 | 기존 모델의 문제 | 전국구 통합 관리의 한계 | 2021년 86개 시니어하우징 포트폴리오 인수 → 대형운영사 Altria가 전국자산을 표준화하여 관리 지역별 인건비 상승 및 시장 특성 대응 실패로 실적 악화 |
| 2 | 개편 전략 | 지역 밀집화 | 시니어 하우징은 "부동산 금융이 아닌 철저한 로컬 서비스업"이라는 현지화 철학을 적용 |
| 3 | 파트너 재배치 | 권역별 6대 운영사 선정 | 부진한 대형사 계약을 해지하고, 모든 자산을 권역별 로컬 챔피언들에게 전격 재배분 서부 Oakmont(고급화), 북서부 Cogir(국경지대), 중서부 StoryPoint(효율적 운영), Discovery(휴양지) 등 지역별 핵심 수요에 적합한 파트너를 통해 마켓 지배력을 강화 |
| 4 | 수익 개선 원리 | 지역 내 클러스터 시너지 | ① 인력 공유: 인접 시설 간 인력 교차 배치로 외부 채용 비용 절감 ② 마케팅 효율: 지역 단위 광고 집행으로 시설당 홍보 단가 하락 ③ 현장 관리: 운영사 경영진의 잦은 현장 방문으로 의사결정 속도 개선 ④ 통합 구매: 식자재 및 소모품 지역 단위 계약으로 단가 협상력 확보 ⑤ 로컬 네트워크: 지역 병원 등과 밀착하여 신규 고객 유치 비용 절감 |
| 5 | 개편 성과 | 운영 지표 턴어라운드 입증 | 하와이 자산은 점유율 82% 및 NOI 마진 10%p 개선 북서부 지역은 코로나 팬데믹 이전 고점 대비 점유율 8%p, NOI 마진 6% 이상 상승 → 웰타워 SHOP SNOI 고성장을 견인하는 핵심 모델로 정착 |

자료: 대신증권 Research Center

2) 운영사 보상체계 진화와 이해관계 정렬

고정 수수료에서 성과 연동 구조로 전환

웰타워가 운영사와 단순 외주 관계를 넘어 협력 파트너가 될 수 있었던 이유는, 운영사 보상을 고정 수수료에서 성과 연동 구조로 단계적으로 바꿔왔기 때문이다.

표 13을 보면 전통적 NNN 단계에서는 임대차 관계와 단순 임대·관리 구조가 중심이었지만, RIDEA 1.0에서는 운영사 보상이 매출의 약 5% 내외 수수료와 낮은 NOI 연동 성과급 구조로 전환됐다. 이후 RIDEA 3.0/4.0에서는 보상이 순이익(NOI) 연동 구조로 바뀌고, 실적 목표 달성 시 현금 인센티브를 지급하는 방식이 도입됐다. 즉 운영사가 입주율, 임대료, 비용 통제를 통해 NOI를 높이면 그 성과가 보상에 직접 반영되는 구조다. 운영사 입장에서는 단순 용역 제공자가 아니라, 실적 개선의 과실을 함께 나누는 구조로 바뀐 셈이다.

OP Units로 자본 차원의 이해관계 정렬

이 성과공유 구조는 2026년 RIDEA 6.0에서 한 단계 더 강화되며, 웰타워와 운영사의 이해관계를 자본 차원까지 연결하고 있다.

표 13에 따르면 RIDEA 6.0에서는 기존 현금 인센티브의 상당 부분을 Welltower OP Units로 지급하는 방식이 도입된다. OP Units 지급은 운영사에게 현금 대신 웰타워의 운영파트너십 지분을 보상으로 부여해, 운영 성과가 곧 웰타워의 기업가치와 연결되도록 하는 방식이다. 주요 파트너인 Cogir, Oakmont, StoryPoint 등이 이 구조에 합의했으며, 이는 운영사가 단순히 연간 수수료를 더 받는 수준을 넘어 웰타워의 주주가치와 직접 연결되는 구조를 의미한다. 그림 50도 이 흐름을 뒷받침한다.

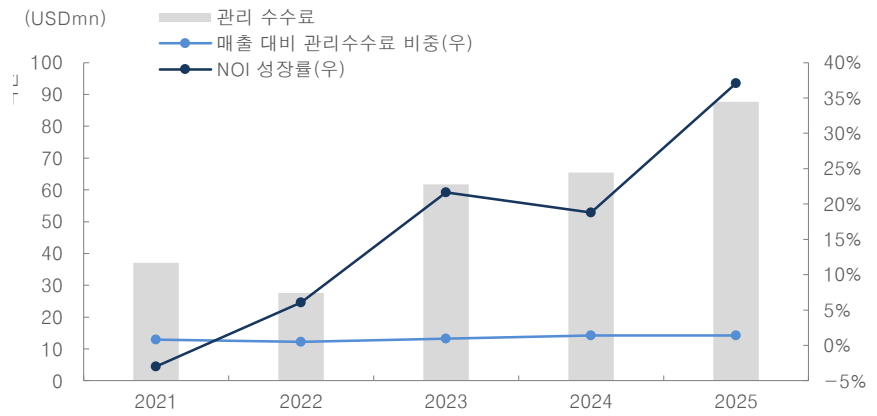
운영사 관리수수료 규모는 2021년 약 4천만달러에서 2025년 약 9천만달러 수준까지 증가했고, 같은 기간 NOI 성장률도 2021년 -3% 2025년 37%까지 높아졌다. 반면 매출 대비 관리수수료 비중은 큰 폭으로 튀지 않는다. 즉 보상 확대가 단순 비용 증가가 아니라 성과 확대와 함께 진행됐다는 뜻이다. 결국 웰타워는 고정 수수료, NOI 연동 현금 인센티브, OP Units 지급으로 이어지는 구조를 통해 운영사를 공동 이해관계자로 변화시켰다.

표 13. 웰타워 RIDEA 진화 4 단계

| 단계 | 1 단계 | 2 단계 | 3 단계 | 4 단계 |
|--------|----------------------|-------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| 구분 | 전통적 모델(NNN) | RIDEA 1.0 | RIDEA 3.0/4.0 | RIDEA 6.0 |
| 단계 | | 웰타워 1.0 | 웰타워 2.0 | 웰타워 3.0 |
| 도입 시기 | 1970년대 ~ 2010년 | 2010년 ~ 2010년대 중반 | 2016년 ~ 2025년 | 2026년~ |
| 핵심 철학 | 임대차 관계 단순 임대 및 관리 | 단순 외주 (Outsourcing) 수익 공유 구조의 시초 | 이익 공유 (Alignment) 성과 기반 이해관계 일치 | 완전통합 (Integration) 수직 계열화 및 완전 통합 |
| 구조적 특징 | 임대인-임차인 관계 | REITs → TRS → 운영사 계약 | 기본 RIDEA 구조 운영사 공동투자 | 기본 RIDEA 구조 웰타워 소유 + 운영사 주주화 |
| 운영사 보상 | 없음(고정 임대료 납부) | 매출(Top-line) 연동 매출액의 ~5% 내외 수수료 | 순이익(NOI) 연동 실질 내실에 따른 현금 보상 | NOI 기반 + 운영 파트너십 지분(OP Units) 지급 |
| 인센티브 | 없음 | 낮은 유인 (외형성장에 치중) | 현금 인센티브 | 주식 인센티브 (주가상승 이익 공유) |
| 데이터/IT | 임대인은 정보 접근성 없음 | 운영사 자체 시스템 | 내부 운영분석 시스템 활용 | WBS 플랫폼 실시간 연동 |
| 계약해지권한 | 불가능에 가깝음 | 난이도 높음 | 성과 미달시 해지 가능 | 데이터 기반 상시 교체 가능 |

자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 50. 웰타워 운영사 관리 수수료 규모 추이



주1: 2025년 4분기 기준

주2: 관리수수료는 인센티브 포함 기준, 매출은 관리 수수료 산정의 기준이 되는 운영 및 임대 매출로 산출

자료: Welltower, 대신증권 Research Center

운영 성과를 증폭시키는 WBS 시스템

WBS는 현장 데이터를 연결하는 운영 플랫폼

웰타워의 운영 경쟁력이 우수 운영사와의 협업에서 나온다면, 그 성과를 반복 가능하고 확장 가능한 실적으로 바꾸는 축은 WBS다.

WBS는 Welltower Business System의 약자로, 웰타워가 자체 구축한 운영 데이터 플랫폼이다. 입주율, 임대료, 퇴소, 인력, 비용, 딜소싱 같은 현장 데이터를 한곳에 모아 투자와 운영 의사결정에 바로 연결하는 시스템이다. 표 15를 보면 WBS의 기능은 여섯 가지로 정리된다. 투자 영역에서는 오프마켓 딜소싱 데이터 내재화, 거시 공급·수요 예측, NNN에서 RIDEA로 전환할 자산의 우선순위 결정을 담당한다. 운영 영역에서는 1,500개 이상 시설의 실시간 입주율 관리, 인력 최적화 및 이탈 예측, 운영사 KPI 실시간 모니터링을 수행한다. 즉 좋은 자산을 고르고, 운영 개선 여지가 큰 자산을 선별하고, 편입 이후에는 가격·인력·비용을 계속 조정하는 구조다.

그림 51에서 보듯, 2022년 이후 RevPOR 성장률은 5~7% 수준을 유지한 반면, ExpPOR 성장률은 2023년 이후 0~2% 수준으로 낮아졌고, 그 결과 SSNOI 성장률은 20% 안팎에서 유지됐다. 이는 WBS가 매출 확대와 비용 통제를 동시에 지원하고 있음을 보여준다.

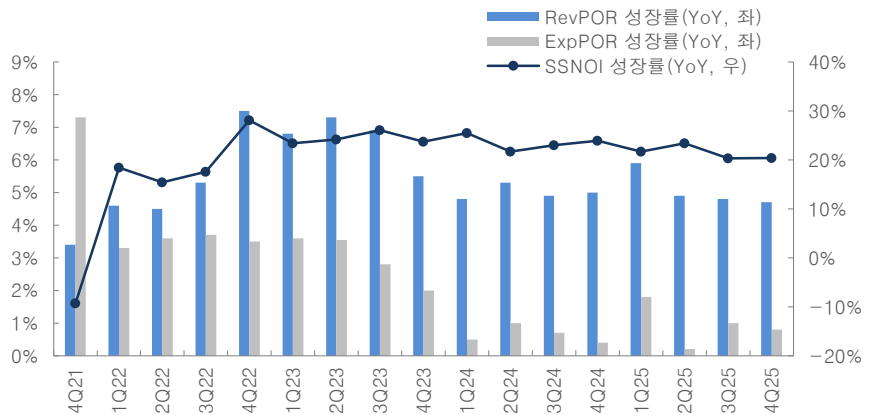
장기 데이터가 만드는 선순환 구조

WBS의 핵심은 장기간 축적된 데이터가 하나의 선순환으로 작동한다는 점에 있다.

표 16을 보면 웰타워는 15년 이상의 시계열 데이터를 보유하고 있고, 100개가 넘는 파트너 운영사의 데이터를 통합 관리하며, 공개되지 않은 자체 운영 데이터셋을 기반으로 학습 구조를 구축하고 있다. 예를 들어 딜소싱 데이터가 자산 매입을 돕고, 공급·수요 예측이 지역 선택을 정교하게 만들며, 실시간 입주율과 인력 데이터가 편입 후 운영 개선 속도를 높인다. 이렇게 누적된 성과는 다시 투자 판단의 정확도를 높이는 자료가 된다.

결국 우수 운영사 네트워크가 현장 실행력을 담당한다면, WBS는 그 실행을 측정·비교·조정해 성과를 증폭시키는 두 번째 성장축이다. 즉 WBS를 통해 투자와 운영 전 과정을 데이터로 연결하면서 경쟁우위를 더 벌리는 구조를 갖고 있다고 이해하는 것이 적절하다.

그림 51. 웰타워 SHOP 수익성 추이



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

표 14. WBS 핵심철학

| 구분 | 내용 |
|-----------------------|---|
| 공식명칭 | 웹다워 Business System (End-to-end operating platform) |
| 설계 원리 | 환경 변화에 능동적으로 반응하는 '복잡 적응계(Complex Adaptive System)' 설계 |
| 보조성 원칙 (Subsidiarity) | '집중과 분산*'의 전략적 조화 - 본사는 규모의 경제 달성, 현장은 운영 전문성 극대화 복잡한 운영사 회계처리는 본사가 시로 통합 수행하여 관리비 절감 + 개별 입주자 케어는 현장직원 자율판단에 위임 |
| 운영 가시성 (Insight) | 데이터 피드 기반의 실시간 실행 지침(Actionable Insights) 제공으로 의사결정 리드타임 단축 수동 보고서 작성을 자동화로 대체하고, 시스템이 제안하는 최적 가격(Pricing) 전략 실행 |
| 고부가가치 창출 (Humanity) | 기술을 통한 효율 극대화로 인적 서비스(High-Touch)의 가치 제고 행정 자동화로 확보된 잉여 시간을 입주자 및 보호자와의 정서적 교감에 재투자 |

자료: 대신증권 Research Center

표 15. WBS 핵심기능

| 구분 | 상세 | 내용 |
|----|----------------|--|
| 투자 | 딜소싱 데이터 내재화 | 고유 네트워크와 데이터 플랫폼을 활용해 시장에 공개되지 않은 오프마켓(Off-market) 매물 정보를 선점 업계 표준인 5~9개월의 거래 기간을 수 주(weeks) 단위로 단축하여 경쟁 입찰을 회피 |
| | 거시 공급·수요 예측 | 미국 전역의 인허가 및 착공 데이터를 통합 분석하여 1,000만 개 이상의 마이크로마켓을 모니터링 수요 성장이 공급을 초과하는 지역 위주로 포트폴리오를 재편하여 장기적인 점유율 우위를 확보 |
| | 전환 우선순위 결정 | 임대형(NNN) 자산을 경영 참여형(RDEA)으로 전환할 때, 자산별 개선 여력을 수치화하여 분석 어떤 자산이 전환 시 가장 높은 수익률 개선(Upside)을 보일지 데이터로 증명 |
| 운영 | 실시간 입주율 관리 | 전국 1,500개 이상 시설의 입주 현황을 일 단위로 정밀 집계 데이터에 기반한 최적 가격 책정(Pricing) 및 마케팅 예산 배분을 자동화 |
| | 인력 최적화 및 이탈 예측 | 인력 배치 계획 시스템 가동 및 이직 위험 사전 예측을 통한 외부 임직원(Agency) 비용 절감 케어기버(Caregiver) 1인 이직시 발생하는 대체비용 (\$3,000~5,000) 절감 가능 |
| | 운영사 KPI 모니터링 | 파트너 운영사의 RevPOR, 입주 리드, 비용 항목을 일 단위로 공유하며 가시성을 확보 운영 효율의 이상 징후 발생 시 즉각적으로 개입하여 리스크를 관리 |

자료: 대신증권 Research Center

표 16. WBS 기술적 해자

| 구분 | 상세 | 내용 |
|---------------------|-----------------------------------|---|
| 축적 기간의 시계열성 | 15년 이상의 시계열 데이터 (2010년대 초반~현재) | 경쟁사가 지금 시작해도 동일한 양의 데이터를 확보하는 데 물리적 시간 15년이 소요 특히, 코로나 팬데믹 기간의 운영 데이터는 평시 데이터보다 높은 가치 보유, 복제 불가 |
| 데이터 원천의 다각화 | 운영사 데이터 통합 | 단일 운영사는 자사 데이터만 가질 수 있지만, WBL은 100개 파트너사의 지표를 통합 관리 외부 업체(NC 등)가 접근 불가능한 내부 운영 지표를 통합하여 상대적 벤치마킹이 가능 |
| 학습 모델의 폐쇄성 | 범용 LLM 접근 불가 데이터 | 공개된 웹 데이터가 아닌 웹다워의 폐쇄형 Proprietary Data를 기반으로 하여 시 보안성이 높음 외부 공개되지 않는 내부 운영 소스코드는 공공 시가 침투할 수 없는 해자 |
| 데이터 플라이휠 (Flywheel) | 자산 추가 → 데이터 증가 → 모델 개선의 선순환 | 포트폴리오가 확장될수록 학습 데이터 증가로 시의 예측 정확도가 높아짐 좋은 자산 선별과 비용 절감으로 이어져 경쟁사와의 격차를 벌리는 구조 정착 |

자료: 대신증권 Research Center

III. 성장 : 자본력으로 여는 SHOP 성장엔진

1) 역대급 투자실행력으로 공격적 외형확장

대규모 자본 집행이 여는 외형 성장

웰타워의 두 번째 성장엔진은 운영 개선만이 아니라, 대규모 자본을 경기 저점에 신속히 투입해 외형과 수익 기반을 동시에 키우는 투자 집행력에 있다.

그림 52를 보면 인수·대출·개발 규모는 2021~2024년 연간 약 40억~70억달러 수준에서 움직이다가 2025년에는 200억달러 안팎으로 급증했다. 같은 해 매각도 약 80억달러 수준으로 확대됐지만, 순매입 기준으로도 공격적 자본 재배치가 이뤄졌음을 보여준다. 그림 53은 이 확장이 어디에 집중됐는지를 보여준다. 2025년 4분기 투자 규모는 약 130억달러로 급증했는데, 대부분이 시니어하우징(SHOP)과 외래진료시설에 배치됐다. 이는 웰타워가 수익성과 전략적 우선순위가 높은 영역으로 자본을 집중하고 있음을 의미한다.

결국 운영사 협업이 기존 자산의 효율을 높이는 축이라면, 공격적 투자 집행은 좋은 자산을 먼저 확보해 성장의 외연을 넓히는 별도의 엔진이라고 볼 수 있다.

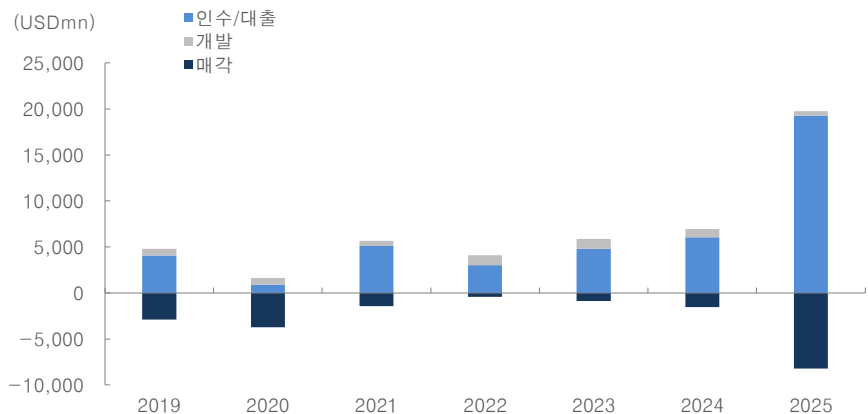
우수한 재무여력으로 매수자 우위 시장지위 활용

웰타워가 최근 공격적으로 자산을 확대할 수 있었던 배경에는 우수한 재무상태와 매수자 우위의 시장 환경이 함께 있다.

시니어하우징 거래시장은 보수적 대출 기조가 팽배하여 자본조달력이 약한 보유자의 매물이 늘고, 유동성과 신용도를 갖춘 대형 매수자에게 유리한 기회가 생기고 있다. 웰타워는 이를 실제로 활용하고 있으며 2025년에는 그림 52처럼 인수·대출·개발을 합친 총 투자 집행이 200억달러 수준까지 확대됐다. 그림 53에서도 2025년 4분기 투자 규모가 약 130억달러까지 급증한 것이 확인된다. 한편, 2025년 말 현금 및 제한현금은 52억달러, 순부채/조정 EBITDA는 3배로 재무여력이 뒷받침된다.

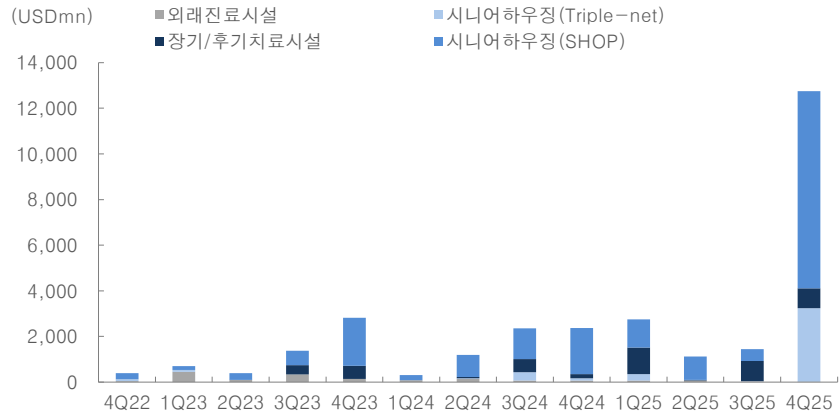
결국 웰타워의 공격적 투자 확대는 단순 외형 확대가 아니라, 공급 부족과 차환 부담으로 시장에 나온 우량자산을 합리적인 가격으로 선점하려는 전략으로 이해할 수 있다.

그림 52. 웰타워 투자활동 규모



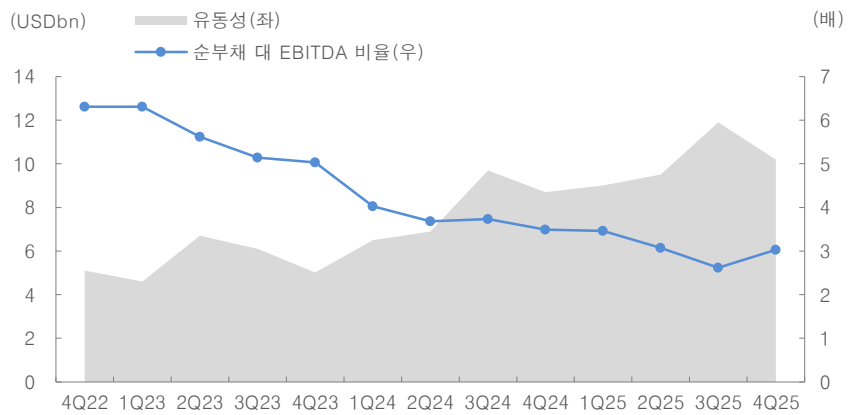
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 53. 웰타워 인수합병 및 개발 확장 프로젝트 투자규모



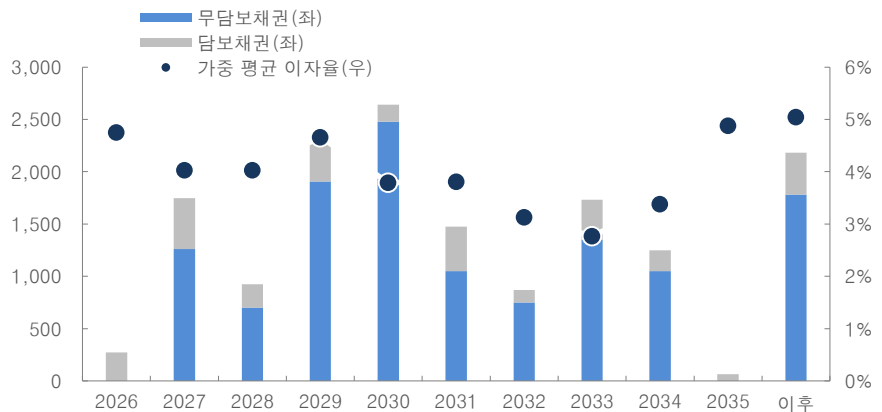
주: 각 프로젝트별 웰타워 지분만큼의 투자금액 합산
 자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 54. 웰타워 유동성 및 순부채 비율



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 55. 웰타워 연도별 만기도래 부채 규모



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

2) 밸류에드 투자전략으로 수익성 제고

운영 개선 여지 있는
자산을 선별 매입

웰타워는 완전히 안정화된 자산을 단순 보유하기보다, 운영 개선 여지가 남아 있는 자산을 매입해 더 높은 수익 자산으로 바꾸는 밸류에드(Value-add) 전략을 추구한다.

그림 56을 보면 웰타워의 SHOP 인수 규모는 2025년 110억달러 수준까지 커졌고, 인수 당시 초기수익률도 대체로 시장 Cap rate와 유사하거나 더 높은 수준에서 형성됐다. 여기서 초기수익률은 자산 인수 직후 기준의 수익률로, 운영 개선 효과가 본격 반영되기 전의 수익률이다. 이는 웰타워가 이미 효율화가 끝난 자산보다, 매입 후 손볼 여지가 남아 있는 자산을 충분한 수익률로 확보하고 있음을 보여준다. 동시에 자본 배분의 방향도 분명하다.

최근에는 개발 규모를 공격적으로 늘리기보다, 기존 자산 인수와 운영 재편에 더 무게를 두고 있다. 이는 신규 개발의 물리적 리스크를 크게 지기보다, 기존 자산의 운영 구조를 바꿔 수익성을 높이는 방식이 현재 더 효율적이라고 판단하고 있음을 시사한다.

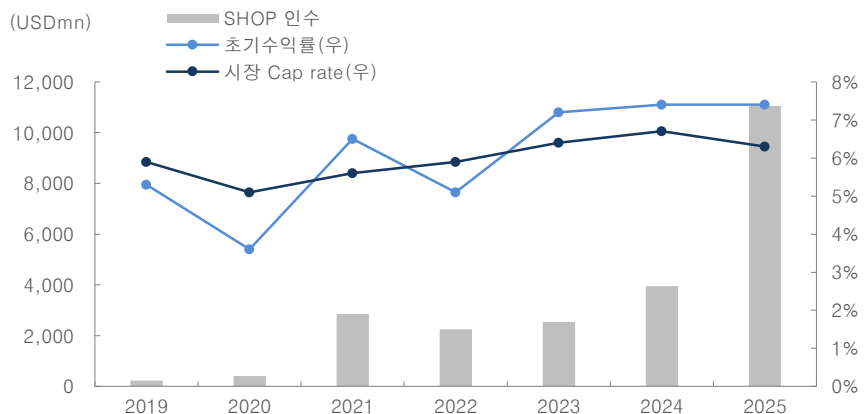
안정화 과정을 거쳐
더 높은 수익 실현

이 전략이 의미를 갖는 이유는 편입 이후 시간이 지날수록 자산의 수익성이 실제로 개선되는 흐름이 숫자로 확인되기 때문이다.

그림 57을 보면 2025년 4분기 SHOP 편입 자산 수는 1,887개까지 늘었지만, 자산 1개당 수익-비용 스프레드는 대체로 30~45만달러 수준을 유지한다. 인수 규모가 커져도 단위 자산당 개선 효과가 유지된다는 뜻이다. 그림 58에서도 개발 프로젝트의 1년차 수익률은 낮아지더라도, 안정화 수익률은 2022년 8% 내외에서 2026~2027년 10~11% 수준으로 높아진다. 즉 웰타워는 개발 자체를 크게 늘리기보다, 제한된 투자 안에서 더 높은 안정화 수익률을 확보하는 방향으로 접근하고 있다. 그림 59 역시 같은 흐름을 보여준다. 임대율이 0~50% 구간인 자산은 평균 운영 개월 수가 8개월이지만, 70% 이상 안정화 구간에서는 42개월까지 늘어나고 매출 규모도 함께 커진다.

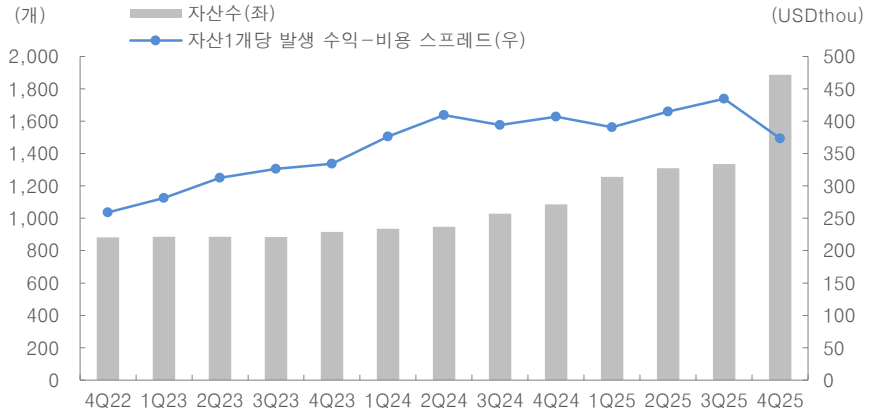
결론적으로 웰타워는 자산가치 상승 업사이드가 있는 자산을 매입하여 안정화 과정으로 더 높은 NOI 자산으로 바꾸는 방식의 밸류에드 인수전략을 실행하고 있다고 볼 수 있다.

그림 56. 웰타워 SHOP 인수 규모 및 매입 Cap.rate 비교



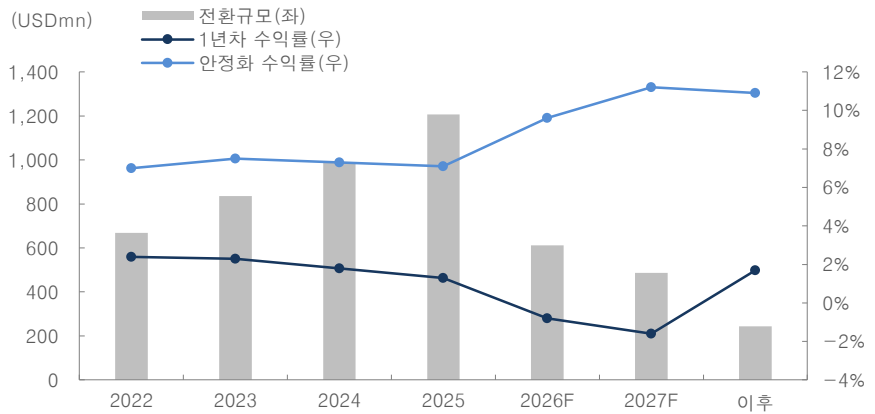
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 57. 웰타워 시니어하우징 SHOP 자산 편입시 수익성 개선 효과



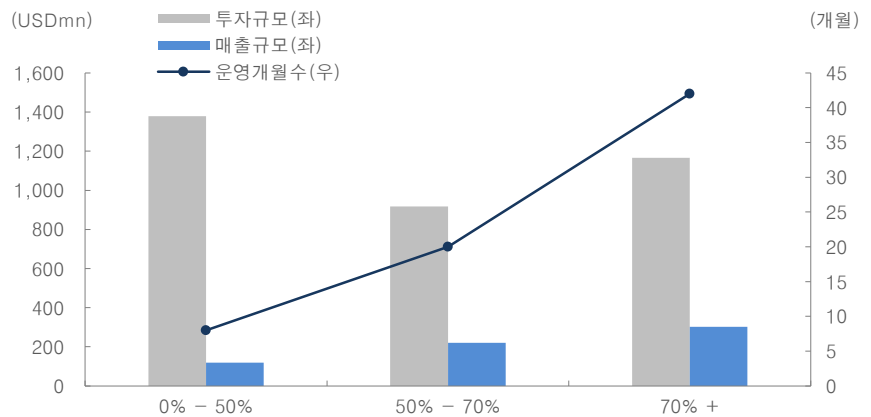
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 58. 웰타워 개발 프로젝트 규모 및 예상수익률



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 59. 웰타워 임대율 구간별 안정화 지표



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

블랙스톤 손실 매각이 드러낸 웰타워의 구조적 우위

블랙스톤 손실 매각의 배경

최근 블랙스톤이 2025년 들어 시니어하우징 자산을 손실을 감수하고 매각한 사례는, 같은 섹터 안에서조차 접근 방식에 따라 결과가 크게 달라질 수 있음을 보여준다.

블랙스톤은 2016년 이후 구축한 약 18억달러 규모의 시니어하우징 포트폴리오를 2025년에 본격적으로 처분했고, 당시까지 약 90개 자산 중 약 70개를 매각하면서 6억달러를 넘는 손실을 기록했다. 손실 매각이 알려진 시점은 2025년 11월이며, 높은 인건비, 운영 복잡성, 팬데믹 이후 수익성 악화, 변동금리 차입 부담을 주요 손실 매각 배경이다.

블랙스톤과의 전략 격차

블랙스톤과 웰타워의 차이는 같은 시니어하우징에 투자했더라도, 이를 어떤 자산으로 보고 어떤 구조로 다뤘는지에서 갈렸다.

첫째, 투자 관점의 차이다. 블랙스톤은 시니어하우징을 매입 후 개선해 되파는 자산으로 접근한 반면, 웰타워는 운영을 붙여 장기적으로 키우는 자산으로 접근했다.

둘째, 운영 방식의 차이다. 블랙스톤은 부동산 투자 논리에 가까웠지만, 웰타워는 WBS와 RIDEA를 통해 입주율, 가격, 비용, 운영사 성과를 직접 관리하는 체계를 갖췄다. 시니어하우징처럼 운영 품질이 수익성을 좌우하는 자산에서는 이 차이가 매우 크다.

셋째, 자본 구조의 차이다. 블랙스톤은 만기가 있는 폐쇄형 펀드 구조라 결국 회수를 해야 했지만, 웰타워는 영구자본 성격의 REIT 구조를 바탕으로 저점 매입 후 운영 개선 시간을 확보할 수 있었다.

결국 시니어하우징처럼 운영 난도가 높고 안정화에 시간이 필요한 자산에서는, 자본 구조와 운영 체계가 곧 수익률을 결정한다는 점을 보여준다.

표 17. 웰타워 vs 블랙스톤 시니어하우징 전략

| 단계 | 웰타워 | 블랙스톤 |
|---------|---------------------------------------|---|
| 보유 기간 | 영구 보유가 가능한 REITs 구조로 장기 복리 성장 추구 | 7~10년 만기가 정해진 폐쇄형 펀드 구조 |
| Exit 압박 | 자산 매각 의무가 없어 시장 저점에서도 보유 및 추가 매수 가능 | 펀드 만기 도래 시 시장 상황과 관계없이 자산을 매각해야 함 |
| 기본 철학 | 데이터 플랫폼을 통한 운영 효율 극대화 (Platform-play) | 자산 매입 후 개보수를 통한 시세 차이 추구 (Buy-Fix-Sell) |
| 가치 창출 | WBS 엔진을 활용한 임대료 및 점유율의 유기적 성장 | 금융 레버리지를 활용한 자기자본수익률(ROE) 극대화 |
| 금리 노출도 | 고정금리 위주의 부채 구조로 금리 인상기 이자 부담 최소화 | 변동금리 대출 비중이 높아 금리 급등 시 현금흐름 직격탄 |
| 데이터 활용 | 15년+ 독점 데이터를 학습한 WBS로 실시간 의사결정 | 외부 컨설팅 및 과거 포트폴리오 데이터에 의존 |
| 운영사 관계 | RIDEA 60을 통한 운영사와의 이익 공유 및 동기부여 | 단순 수수료 기반의 관리회사(Third-party) 위탁 구조 |
| 입지 및 등급 | 1,000만 개 마이크로마켓 분석 기반의 A급 입지 및 럭셔리 자산 | 대규모 포트폴리오 매입으로 인한 자산 질의 불균등 및 노후화 |
| 최근 수익성 | 13분기 연속 SSNOI 20% 이상 성장 및 마진 29.9% 달성 | 약 6억 달러 이상의 매각 손실을 기록하며 시장 엑시트 진행 |

자료: 대신증권 Research Center

투자포인트 및 밸류에이션

공급 부족이 뒷받침하는 SHOP 성장 지속

첫째, 웰타워의 유기적 성장은 아직 끝난 사이클이 아니라 구조적 성장 구간에 가깝다.

현재 동일자산 기준 SHOP NOI 성장률이 13분기 이상 20%이상 이어지며 지속 가능성을 입증해야 하는 부담은 존재하나, 시니어하우징 수급환경을 감안하면 성장여력이 있다.

실제 웰타워의 과거 최고 점유율은 2015년 91%였는데, 당시 미국 시니어하우징의 연간 재고 증가율은 2.2%, 건설 중 물량은 기존 재고의 5.5%로 현재보다 공급 부담이 더 높았다. 반면 최근 미국 시니어하우징 재고 증가율은 2025년 4분기 기준 1% 미만의 사상 최저 수준을 유지하고 있다. 현재 웰타워의 동일자산 기준 SHOP 점유율은 89%로, 과거 최고치 대비 200bp의 추가 상승 여력이 남아 있다. 더욱이 과거보다 더 타이트한 수급 환경을 고려하면, 단순한 점유율 회복에 그치지 않고 운영 레버리지에 따른 마진 개선 가능성도 함께 열려 있다. 높은 개발 원가와 보수적 대출 환경을 감안하면 공급 부족은 당분간 이어질 가능성이 높고, 이 경우 점유율 상승뿐 아니라 가격전가력의 강화도 기대할 수 있다.

가격 인상과 비용 통제가 만든 질적 성장

둘째, 웰타워의 성장 질은 가격 인상과 비용 통제가 동시에 작동한다는 데 있다.

2022년 이후 RevPOR 성장률은 5~7% 수준을 유지한 반면, ExpPOR 성장률은 2023년 이후 0~2% 수준으로 낮아졌고, 그 결과 SSNOI 성장률은 20% 안팎에서 유지됐다. 즉 점유율 상승으로 고정비가 분산되는 가운데 가격도 오르면서 NOI가 가파르게 커지는 구조다. 여기에 WBS는 입주율, 가격, 인력, 마케팅 데이터를 연결해 가격 결정과 비용 통제를 더 빠르게 만든다. 또한, 웰타워는 평균 월임대로 약 6,100달러 수준의 private-pay 자산에 집중돼 있어 일반 소비재보다 가격 전가력이 높다.

대규모 투자 효과의 주당 FFO 반영 가시화

셋째, 대규모 인수 및 투자는 주당 FFO 증가로 연결되기 시작했고, 2026년에도 그 효과가 이어질 전망이다.

웰타워는 2025년에 개발자금을 제외한 기준으로 110억달러의 순투자를 집행하며 포트폴리오를 시니어하우징 중심으로 빠르게 재편했다. 이 과정에서 회사의 2025년 FFO 가이던스상 'Investment & Financing Activity' 기여분은 연초 주당 0.20달러에서 2분기 0.34달러, 3분기 0.45달러까지 상향됐는데, 이는 단순한 규모 확대가 아니라 실제 자본배분이 연중 이익 증가로 연결됐음을 보여준다. 실제 2025년 주당 FFO는 5.29달러로 전년 4.32달러 대비 22% 증가했으며, 이 중 투자 기여분은 0.45~0.47달러로 47%를 차지한다.

웰타워는 2026년에도 이미 발표되었거나 종결된 투자만 반영한 기준으로 'Investment & Financing Activity'의 주당 FFO 기여를 0.30달러로 제시하고 있으며, 2025년 투자규모와 주당 FFO 관계를 감안하여 추정할 경우 순투자 규모는 73억달러로 추정된다. 투자 규모는 2025년 대비 축소될 수 있으나, 2026년 FFO 증가분(0.88달러) 중 SHOP NOI 유기적 성장이 0.58달러(66%)로 주도적 역할을 하면서 투자 기여(34%)를 보완하는 구조라는 점에서 성장의 축이 외형 확장에서 기존 자산의 마진 개선으로 이동하고 있다고 해석할 수 있다. 또한 2025년에도 투자 기여분이 연초 0.20달러에서 0.45달러까지 연중 2배 이상 상향된 점을 고려하면, 2026년 0.30달러 역시 추가 덜 반영에 따른 상향 가능성이 열려 있다.

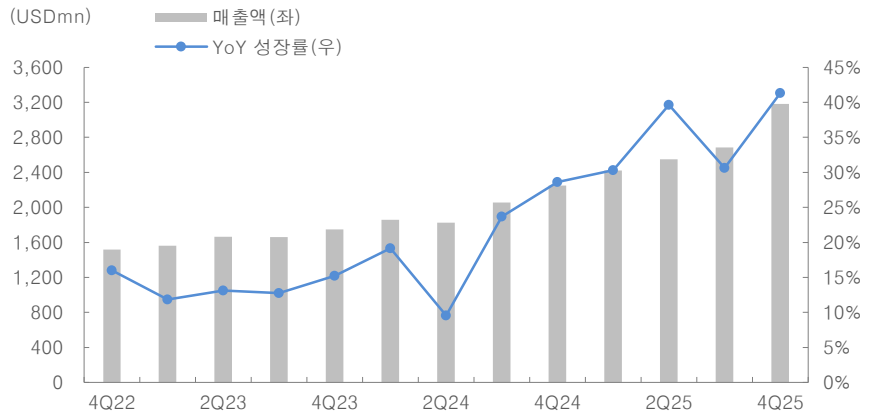
고성장이 뒷받침하는
밸류에이션 프리미엄

웰타워 12MF P/FFO는 34배 수준으로 밸류에이션은 부담이 있는 것이 맞다.

시니어하우징 포트폴리오를 가지고 있는 벤타스(21배) 수준을 확연히 웃도는 수준이다. 다만, 이 프리미엄은 단순 과열보다 성장률 차이를 반영한 결과로 보는 편이 더 타당하다. 예를 들어 웰타워는 2026년 주당 FFO 16%대 성장을 가이던스로 제시하고 있는 반면, 벤타스의 2026년 주당 FFO 성장은 8%로 예상된다. 즉 웰타워는 훨씬 가파른 이익 성장 경로를 갖고 있다. 또한, 2026년 예상 DPS 2.96달러 기준, FFO 대비 배당성향이 여전히 50% 미만에 머물러 추가 증액 여력도 남아 있다.

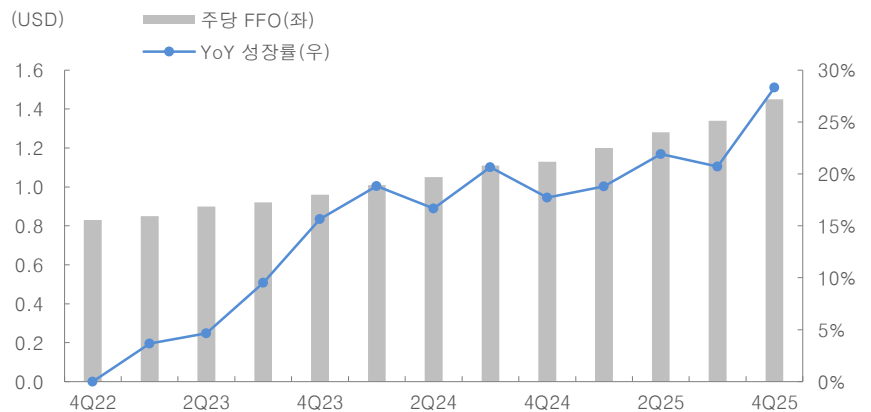
데이터센터 리츠가 AI 인프라 수요를 이유로 프리미엄을 받듯, 웰타워도 실버경제 인프라 성격이 일부 반영되어 구조적 재평가를 받고 있다는 판단이다. 특히 데이터센터와 달리, 웰타워는 기존 자산의 점유율 상승과 운영 효율화만으로도 높은 이익 성장을 만들 수 있어 효율성 측면에서도 설득력이 있다. 결국 현재 프리미엄은 단순 고평가로만 보기는 어렵다. 핵심은 2026~2027년에도 이 성장률을 계속 증명할 수 있는지 여부라고 할 수 있다.

그림 60. 웰타워 매출액 추이



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 61. 웰타워 주당 FFO 추이



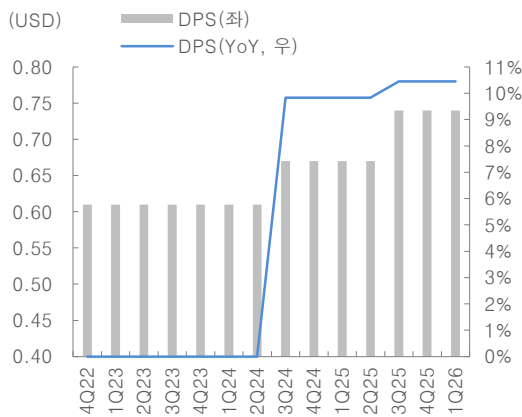
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 62. 웰타워 2026년 주당 FFO 가이드런스 상세

| 2025 to 2026 Normalized FFO Per Diluted Share Guidance Bridge | |
|---|------------------|
| | Initial Guidance |
| FY2025 Normalized FFO Per Diluted Share | \$5.29 |
| (+) Seniors Housing Operating NOI | 0.58 |
| (+) Outpatient Medical and Triple-Net | 0.02 |
| (+) Investment & Financing Activity | 0.30 |
| (+) G&A | (0.02) |
| FY2026 Normalized FFO Per Diluted Share at Midpoint | \$6.17 |

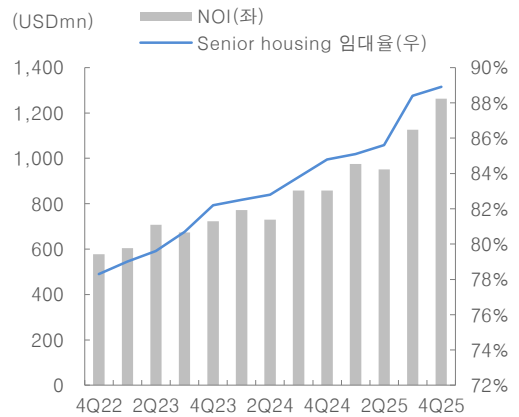
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 63. 웰타워 DPS 추이



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 64. 웰타워 시니어하우징 NOI 및 임대율 추이



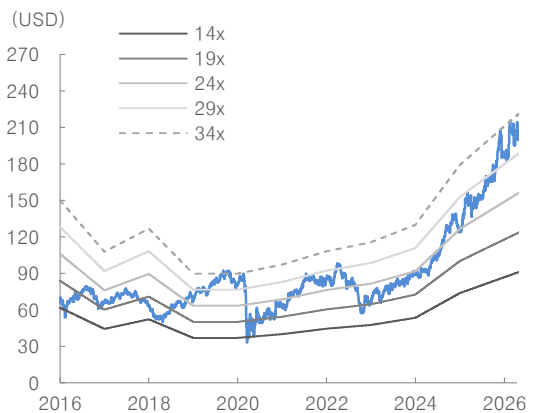
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 65. 웰타워 주가 및 배당수익률 추이



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 66. 웰타워 P/FFO 밴드



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

리스크 요인 – 프리미엄을 흔들 수 있는 네 가지 변수

OM 매각 이후 성장 실적 입증 필요

첫째, 최근 외래진료(Outpatient Medical) 자산 매각 확대는 자본 재배치의 기회이자 동시에 성장 공백 리스크다.

그림 67을 보면 웰타워의 연간 매각 규모는 2025년에는 61억달러 수준까지 급증했고, 대부분이 외래진료 자산에 집중돼 있다. 이는 웰타워가 외래진료보다 성장성이 높은 시니어 하우징에 자본을 더 집중하겠다는 최근 기조를 반영한 것으로 볼 수 있다. 다만 외래진료 자산은 시니어하우징보다 운영 난도가 낮고 현금흐름 가시성이 높은 자산군이었던 만큼, 포트폴리오의 성장성을 높이는 대신 안정성을 일부 낮추는 선택이기도 하다.

핵심 체크포인트는 OM 축소 자체보다, 그 빈자리를 시니어하우징의 NOI 성장과 FFO 증가가 실제로 얼마나 빠르게 메워 주느냐에 있다. 시니어하우징 집중 이후 더 높은 NOI 성장과 FFO 증가가 실제 숫자로 입증되느냐로 판단하는 것이 적절하다.

주식보상 확대에 따른 잠재 희석 부담

둘째, 주식보상 확대는 현금흐름보다 장기 주주가치 희석 측면에서 더 민감한 리스크다.

그림 68을 보면 웰타워의 주식보상 규모는 2025년에 15억달러 중반으로 급증했고 NOI 대비 보상비율도 30%대 후반까지 치솟는다. OP Units나 주식형 인센티브가 결국 장래 주식 수 증가로 이어질 수 있다는 점에서 기존 주주 입장에서는 잠재 희석으로 받아들여질 수밖에 없다. 즉 운영사와 이해관계를 맞추는 구조는 장점이지만, 그 대가가 과도한 주식 보상으로 번질 경우 프리미엄 밸류에이션을 정당화하는 논리를 약화시킬 수 있다

RIDEA 6.0의 실행 복잡성과 의존도

셋째, RIDEA 6.0은 경쟁우위를 강화하는 구조이지만, 동시에 운영사 파트너 의존도를 높인다는 점에서 실행 리스크를 내포한다.

표 18을 보면 성과보상 구조가 복잡해질수록 목표 설정과 평가기준에 대한 보상 체계의 괴리가 생길 수 있고, OP Units 지급 확대는 재무적 버퍼와 주당 가치 희석 문제로 연결될 수 있다. 또 핵심 운영사를 주주로 묶는 구조는 이해관계 정렬에는 유리하지만, 반대로 특정 운영사 의존도가 높아질 경우 운영 유연성 저하로 이어질 수 있다. 여기에 WBS 기반 운영이 고도화될수록 시스템 장애나 데이터 판단 오류가 실적에 미치는 영향도 커질 수 있다.

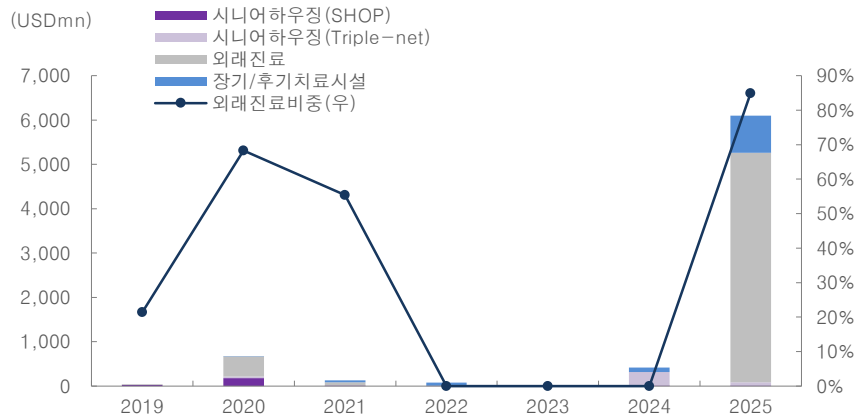
주가 하락 시 자본조달 비용 상승

마지막으로 주가 조정에 따른 자기자본조달 비용 상승도 중요한 리스크다.

웰타워의 성장 전략은 높은 밸류에이션을 바탕으로 낮은 자기 자본비용을 유지하고, 이를 주당 이익 증가에 기여하는 투자로 연결하는 구조인데, 주가가 큰 폭으로 하락할 경우 이 선순환이 약해질 수 있다. 같은 금액을 조달하더라도 주식 희석 부담이 커지고 인수 경쟁력도 낮아질 수 있으므로 외형확장 속도를 떨어뜨릴 수 있는 리스크이다.

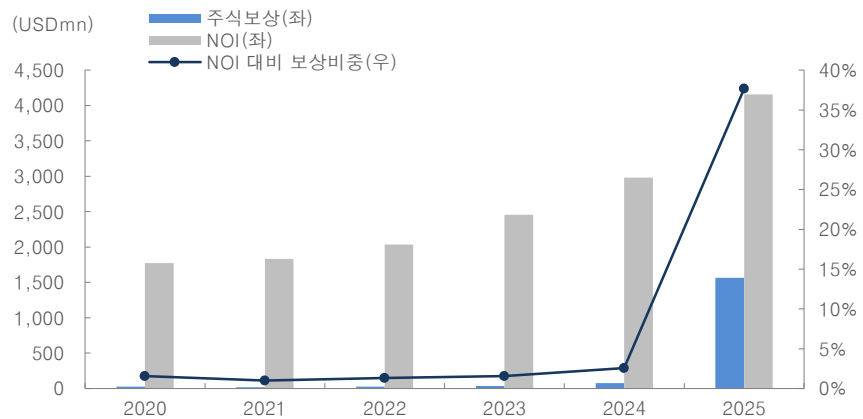
결국 웰타워가 높은 프리미엄을 유지하려면, 이 네 리스크가 통제 가능하다는 점을 계속 숫자로 보여줘야 한다. 현재 주가에는 높은 성장 기대가 이미 반영돼 있는 만큼, 시장은 단순 성장보다 성장의 질과 지속 가능성을 더 본다. OM 매각 이후 시니어하우징 집중이 실제 NOI와 FFO 증가로 이어지는지, 주식보상 확대가 일회성에 그치는지, RIDEA 6.0이 실제 개선보다 희석과 구조 복잡성만 키우지 않는지가 핵심 점검 포인트다.

그림 67. 웰타워 매각자산 규모



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 68. 웰타워 주식보상 규모



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

표 18. RIDEA 6.0 도입에 따른 잠재 리스크

| 구분 | 내용 | 영향 | 모니터링 포인트 |
|-----------|--|---|--|
| 보상 체계의 괴리 | 매크로 변수에 의한 주가 하락 시, 운영 실적과 무관하게 파트너 보상 가치 하락 | 파트너의 동기부여 저하 및 핵심 운영 인력의 외부 유출 초래 | 주가-운영 수익 간 상관관계 및 파트너사 주요 인력 이직률 추이 |
| 재무적 버퍼 부재 | 100% 소유 구조로 인해 과거 JV 파트너가 담당하던 손실 분담 기능 상실 | 업황 부진에 따른 운영 손실 발생 시 리츠 주주가 그 타격을 전적으로 부담 | 하락장에서의 이익(FFO) 감소폭이 경쟁사 대비 심화되는지 여부 |
| 주당 가치 희석 | 성과 보상용 OP Units 신규 발행 증가에 따른 유통 주식 수 확대 | 순이익 증가율이 주식 수 증가 속도를 하회할 경우 주당 가치(FFO per Share) 정체 | 전체 주식 수 증가율 대비 주당 순이익 성장률의 선형 여부 |
| 운영 유연성 저하 | 운영파트너의 주주화로 인해 운영주체 교체를 위한 법적 복잡성 증대 | 저성과 자산의 운영 효율화 및 교체 타이밍 실기로 인한 수익성 악화 장기화 | 계약서 내 성과 미달 시 페널티 조항 및 주식 환수(Clawback) 조건의 실효성 |
| 시스템 의존성 | WBS의 알고리즘 오류나 기술적 결함이 포트폴리오 전체 운영 효율 저하로 전이 | 시스템 장애 시 전 사업장의 운영 미진이 동시다발적으로 하락하는 구조적 취약성 | 마진 개선 추세의 일시적 정체 여부 및 시스템 보안백업 인프라 투자 현황 |
| Exit 리스크 | 파트너십 종료 시 운영사가 보유한 OP Units가 시장에 출회되며 주가 하방 압력 | 대규모 매도 물량(Overhang) 발생에 따른 주가의 하방 압력 및 변동성 확대 | 보상 주식에 대한 보호예수(Lock-up) 기간 및 단계적 매각 제한 규정 |

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러, %)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 5,121 | 4,606 | 4,742 | 5,861 | 6,638 | 7,991 | 10,838 |
| 매출총이익 | 2,464 | 2,040 | 1,998 | 2,331 | 2,718 | 3,209 | 4,463 |
| 판매관리비 | 231 | -9 | 206 | 281 | -15 | -203 | -340 |
| EBITDA | 2,233 | 2,048 | 1,792 | 2,050 | 2,733 | 3,412 | 4,802 |
| EBITDA margin | 43.6 | 44.5 | 37.8 | 35.0 | 41.2 | 42.7 | 44.3 |
| 당기순이익 | 1,232 | 979 | 336 | 141 | 340 | 952 | 937 |
| FFO | 1,577 | 1,103 | 1,369 | 1,478 | 1,763 | 2,323 | 1,818 |
| FFO margin | 30.8 | 23.9 | 28.9 | 25.2 | 26.6 | 29.1 | 16.8 |
| 성장성 | | | | | | | |
| 매출액 성장률 | 9.0 | -10.1 | 3.0 | 23.6 | 13.3 | 20.4 | 35.6 |
| EBITDA 성장률 | 16.8 | -8.3 | -12.5 | 14.4 | 33.3 | 24.9 | 40.7 |
| FFO 성장률 | 13.3 | -30.1 | 24.1 | 8.0 | 19.3 | 31.8 | -21.8 |
| 수익성 | | | | | | | |
| ROA | 1.7 | -0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | -0.8 |
| ROE | 3.6 | -0.3 | 0.8 | 0.7 | 1.2 | 1.8 | -1.3 |

재무상태표

(단위: 백만달러, %)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 1,597 | 2,985 | 1,506 | 2,175 | 3,520 | 5,267 | 7,212 |
| 비유동자산 | 31,783 | 29,499 | 33,404 | 35,718 | 40,492 | 45,777 | 60,091 |
| 자산총계 | 33,381 | 32,484 | 34,910 | 37,893 | 44,012 | 51,044 | 67,303 |
| 유동부채 | 1,364 | 1,493 | 1,818 | 2,163 | 3,272 | 3,189 | 5,671 |
| 비유동부채 | 16,055 | 14,625 | 15,028 | 14,336 | 14,659 | 15,539 | 18,692 |
| 부채총계 | 17,419 | 16,118 | 16,846 | 16,499 | 17,931 | 18,728 | 24,363 |
| 자본총계 | 15,540 | 15,973 | 17,636 | 20,295 | 25,404 | 31,956 | 42,129 |
| 순부채 | 14,739 | 12,361 | 13,973 | 14,030 | 13,742 | 12,102 | 14,704 |

현금흐름표

(단위: 백만달러, %)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,536 | 1,365 | 1,275 | 1,329 | 1,602 | 2,256 | 2,882 |
| 투자활동 현금흐름 | -2,049 | 2,348 | -4,516 | -3,704 | -5,708 | -5,515 | -10,513 |
| 재무활동 현금흐름 | 577 | -2,081 | 1,568 | 2,761 | 5,449 | 4,905 | 9,000 |
| CAPEX | 652 | 446 | 701 | 1,108 | 1,533 | 1,685 | 1,488 |
| FCF | 884 | 918 | 575 | 221 | 69 | 571 | 1,394 |

Valuation 지표

(단위: 백만달러, 배, %)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당 FFO | 4.2 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.6 | 4.3 | 5.3 |
| P/FFO | 19.5 | 18.4 | 25.3 | 19.4 | 24.4 | 30.1 | 35.3 |
| EV/EBITDA | 73.1 | 79.7 | 91.2 | 79.7 | 59.8 | 47.9 | 34.0 |
| DPS | 3.5 | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 2.8 |
| 배당수익률 | 4.3 | 4.2 | 2.8 | 3.7 | 2.7 | 2.0 | 1.5 |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 김다운)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.