



cutting through complexity™

第2回高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリート
の活用に関するガイドライン検討委員会資料

海外ヘルスケアリートについて

「高齢者施設・住宅業界の動向とヘルスケアREITの展望
—日本における流動化の動向と米国等海外ヘルスケアREITの状況を交えて—
(日本証券アナリスト協会 2013年8月30日)資料からの抜粋

2014年6月9日

KPMGヘルスケアジャパン株式会社

取締役・パートナー 松田 淳

KPMGヘルスケアジャパン株式会社はKPMG International のメンバーファームです。

この資料は、KPMGヘルスケアジャパン株式会社(以下「当社」といいます。)が制作したもので、本資料の内容の全ての点において、当社の著作権法上の「著作物」と不正競争防止法上の「営業秘匿」を含んでおります。本資料に記載される当社のアイデア及びコンセプト等は、当社のスキル・能力等ご評価頂くことを目的としており、無断転写転載につきましては、ご遠慮いただきますようお願い申し上げます。本資料のいかなる利用についても、交渉と合意、そして特定の契約書へのサインが必要とされます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。当社は、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で下す適切なアドバイスに従ってください。

海外ヘルスケアリートにおけるヘルスケア施設 ①

■ ヘルスケア施設(不動産)の定義

■ 広義には、医療、介護などヘルスケア分野にかかわる不動産全般

■ 海外ヘルスケアREITの投資対象は、それぞれの国の社会情勢、社会保障制度、規制環境、運営事業者(以下「オペレーター」という。)の事業モデルによって多様

■ 米国では高齢者施設・住宅(以下「シニアリビング」ともいう。)が投資の主流だが、病院、MOB、日帰り手術センターや臨床検査センターなどもREITに組み込まれている

■ わが国におけるヘルスケア施設への投資は、現時点ではシニアリビングが中心、病院の投資案件も存在するが事業再生や事業証券化の色彩が強い

Source: KPMG

海外ヘルスケアリートにおけるヘルスケア施設 ②

■ ヘルスケア施設の特徴

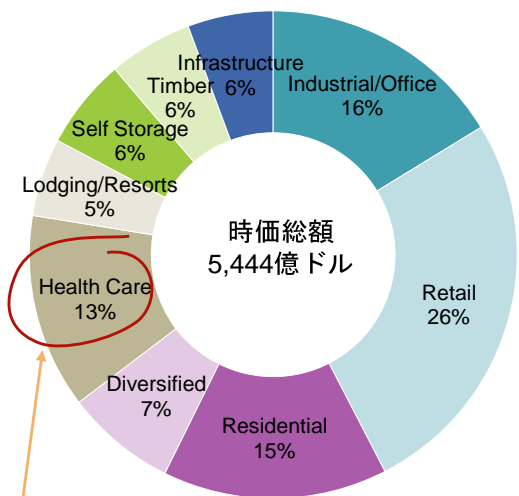
- 「ヘルスケアサービス ホスピタリティサービス 不動産」をキャッシュフローの要素とする典型的なオペレーショナル・アセット
- 施設のタイプによってキャッシュフロー要素の内容、構成比率が異なり、業態や事業モデルは実に多様
- 共通する点は、①高齢者数の増加や医療・介護ニーズといった、景気や不動産市況とは異なったドライバーに影響される施設であること(典型的なディフェンシブな投資対象)、②少なからず社会保障制度に影響される要素を内在していること

Source: KPMG

米国ヘルスケアREIT ～ 米国REITの中での位置づけと時価総額

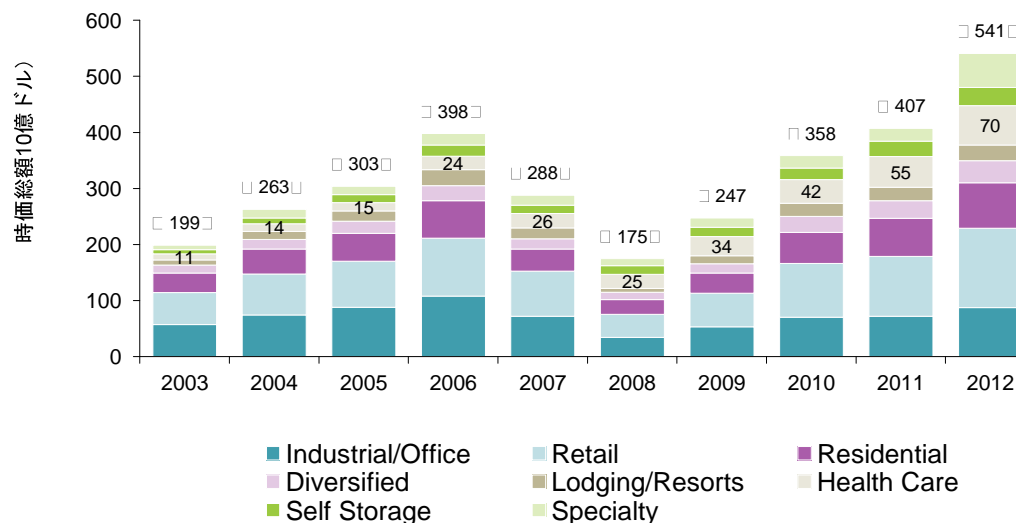
米国ヘルスケアREITは、米国REIT全体（約5,444億ドル 2012年末）のうち約13%（約700億ドル）を占めており、Retail、Industrial/office、Residentialに次ぐ規模となっている。時価総額推移をみると、リーマンショック時にも大きな変動がなく、景気や不動産市況に対してディフェンシブな動きをしている。

米国REITの時価総額とアセットタイプ構成 (2012年末)



ヘルスケアREITの時価総額はヘルスケアREIT全体の13%（約700億ドル）を占めている。

米国REITの時価総額の推移

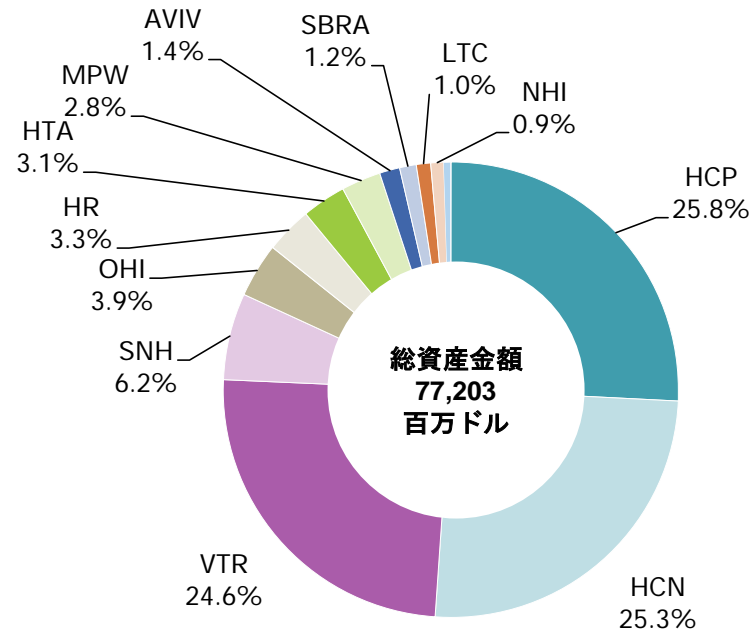


Source: NAREIT資料からKPMG作成

米国ヘルスケアREIT～各社投資規模

米国におけるヘルスケアREITは13銘柄、総資産は772億ドルとなっている。このうち、大手3社であるHCP、Healthcare REIT(HCN)、Ventas (VTR)が全体の4分の3を占めており、圧倒的な存在感を示している。

米国ヘルスケアREIT各社の総資産金額(2012年末)



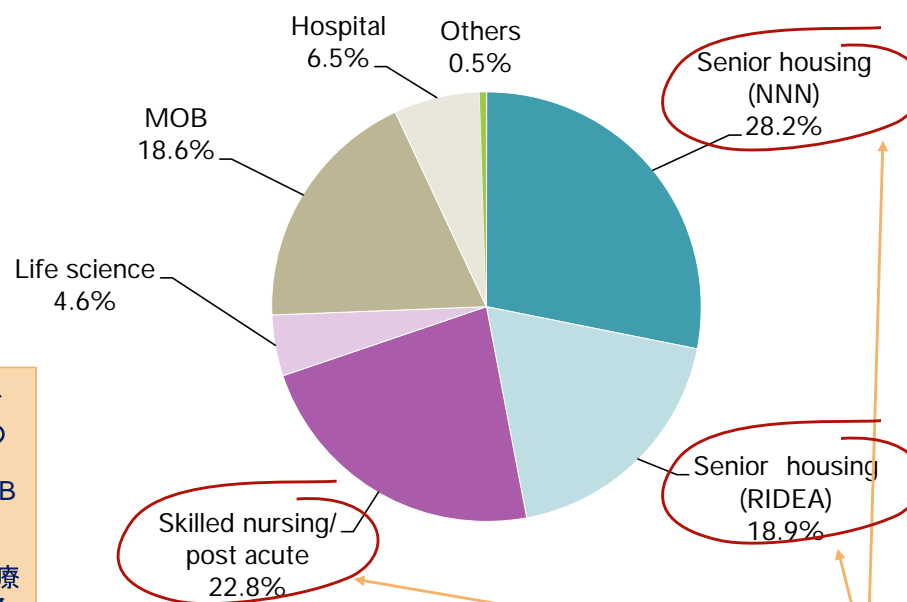
米国ヘルスケアREITの中にはオペレーター系列ファンドは存在せず、ファンドのマネジメントは投資銀行（ヘルスケア部門、不動産ファイナンス部門出身者など）、ヘルスケア業界コンサルタント、弁護士、オペレーター企業出身者等から構成されている場合が多い。

Source: NAREIT、各社開示資料からKPMG作成

米国ヘルスケアREIT～ アセットタイプの構成

アセットタイプについては、投資額全体の約7割がシニアリビング資産となっており、Hospital（ここでは急性期病院に近い機能を有するものを指す）は1割に満たない。なお、これらアセットタイプのうち、オペレーター売上のうちプライベート・ペイを主体とするアセットは7割程度、パブリックペイ割合が高いアセットは3割程度となっている。

米国ヘルスケアREITのアセットタイプ構成(2012年末)



近時投資が拡大しているアセットタイプは、高齢化の進展や社会保障制度の動向を睨みSenior housing（特にRIDEA）であるが、同様の理由でMOBも着目されている

また、Skilled nursingについても、医療制度改革の方向性を睨み、ヘルスケアサービスの品質の向上とコストの削減に貢献するようなイノベーターは注目を集めている

ヘルスケアREIT投資資産のうち、シニアリビング資産が全体の約7割を占める

Source: NAREIT、各社開示資料からKPMG作成

米国ヘルスケアREIT～ アセットタイプ別特徴の論点

■ プライベートペイ・パブリックペイ

- アセットタイプ別にオペレーターの収入におけるプライベートペイ・パブリックペイの割合が大きく異なっている
- プライベートペイ割合の高いアセットは r MOB であり、パブリックペイ割合の高いアセットは d r など

■ キャップレート

- キャップレートはプライベート・ペイ割合の高いアセットの方が低くなっている
- ただし景気変動への耐久性があるのはパブリック・ペイが比率高いアセットである

■ オペレーターのレントカバレッジ

- 日本と水準は大きく変わらない
- r が低く、 d r の順に高くなる(事業特性から当然)

■ 投資規模

■ RI E

Source: KPMG

米国ヘルスケアREIT～ 各社のポートフォリオ

ヘルスケアREIT各社のアセットタイプによるポートフォリオ戦略は、大きく分けると分散投資とセクター特化投資に分けることができる。大手3社は基本的にアセットタイプとしては分散投資を行っているが、その戦略はHCPと他の2社では大きく異なっている。一方、オペレーターについては、大手3社はアセットタイプと投資戦略にあわせてかなりの集中戦略を取っており、REITによってはオペレーターの戦略に深く食い込み、場合によっては投資銀行的アプローチを行っている。

アセットタイプからみたポートフォリオ分散状況のイメージ

名称	略称	上場年	総資産金額 (百万ドル)	資産ポートフォリオ					
				SH		Life Science			
				NNN	RIDEA	SNF	MOB	Hospital	
HCP, Inc.	HCP	1985	19,916						
Health Care REIT, Inc.	HCN	1971	19,549						
Ventas, Inc.	VTR	1998	18,980						
Senior Housing Properties Trust	SNH	1999	4,748						
Omega Healthcare Investors, Inc.	OHI	1992	2,982						
Healthcare Realty Trust.	HR	1993	2,540						
Healthcare Trust of America, Inc.	HTA	2012	2,414						
Medical Properties Trust, Inc.	MPW	n/a	2,179						
AVIV	AVIV	2013	1,100						
Sabra Health Care REIT Inc.	SBRA	2010	917						
LTC Properties, Inc.	LTC	1992	790						
National Health Investors	NHI	1991	706						
Universal Health Realty Income Trust	UHT	1986	383						

Source: KPMG作成

米国以外の主なヘルスケアREIT ~ 先進国

各国のアセットタイプ、投資手法は、人口構成や保険制度に大きく影響を受けており、カナダ、英国では病院そのものへの投資が限定的であるのに対して、オーストラリア、ニュージーランドでは比較的病院の比率が高くなっている。

	市場	Market Cap	概要
r R r R d	カナダ	M	<ul style="list-style-type: none"> ● 実質的には、カナダのシニアリビング最大手オペレーター ● 投資対象は運営するシニアリビング(I、Tr r)約 万室 ● 地域はカナダ(オンタリオ州、ケベック州中心)約、米国約(フロリダ州、テキサス州、コロラド州、その他米国地域は撤退方向)
r I r r r REIT	カナダ	M	<ul style="list-style-type: none"> ● オーストラリア・ニュージーランド()、ドイツ()、ブラジル() ●、MOB (病院はブラジル、オーストラリア・ニュージーランド)、 物件 ● r r r r Tr (ニュージーランド)に戦略的投資、オーストラリア・ニュージーランドはこのREITが投資ヴィークル ● 同社のマネジメント会社の r r r が自社のカナダの資産をベースに r r を 年に設立、現在も主要株主 ● 同社は、 が 年に T d M d r r REITを買収・再編、現状社名に変更
r REIT	カナダ	M	<ul style="list-style-type: none"> ● カナダ国内の主にMOB、同セグメント最大の不動産所有者(市場の)、 物件 ● T d のMOBも引き継ぎ ● ドラッグストアや検査・イメージングセンターなども含まれる ● カナダのMOBIは米国とはヘルスケアシステムにおける位置づけが異なる
r r r Tr	ニュージーランド	M	<ul style="list-style-type: none"> ● オーストラリア、ニュージーランド ● 病院、その他医療関連施設 物件 ● 病院のうち r-r、 r ● その他のうち オフィス、検査・手術・治療センター ● マネジメント会社は 子会社(から 年買収)
r r REIT	オーストラリア	M	<ul style="list-style-type: none"> ● オーストラリア国内のスペシャリティ・ホスピタルを含む病院、臨床検査センター、プライマリーケアセンター、放射線・化学療法センターなど 物件 ● 年に グループがI から同ファンド経営陣とマネジメント会社を買収
r r r r	英国	B M	<ul style="list-style-type: none"> ● 英国の 約、 約、 r 約) 物件
Tr r REIT	英国	B M	<ul style="list-style-type: none"> ● 英国の r に投資(本年上場) ● 物件、オペレーター、 ベッド

Source: 各社資料、ヒアリングによりKPMG作成

米国以外の主なヘルスケアREIT ~ 新興国

アジア新興国においては、自国ないしは近隣国の成長に伴い急拡大する医療ニーズに対応すべく増加する病院を投資対象に取り込んでいる。また、これらの病院の多くは、スポンサー企業である政府系ないしは華僑系企業が経営しているものである。

	市場	Market Cap	概要
r REIT	シンガポール	M	<ul style="list-style-type: none"> マレーシア政府のグループのI 系列(アジア地域で病院展開) シンガポール、日本、マレーシアに投資 投資先はグループ傘下の (シンガポール)、日本のシニアリビング、日本の製薬ディス トリビューションセンター1(米系診断医薬企業)、マレーシアの 、シニアリビング、その他
r REIT	シンガポール	M	<ul style="list-style-type: none"> インドネシア系華僑資本 T r T 系列 インドネシアの病院を中心に投資、シンガポール、韓国もカバー 投資先病院 病院中 病院は グループ グループとしてはさらにインドネシア国内に病院を展開する予定
r r REIT	マレーシア	M R M	<ul style="list-style-type: none"> マレーシア r州の r r r グループ 投資先は主としてグループの r 運営病院 オーストラリア、インドネシアにも投資 イスラム法 r 準拠REIT

Source: 各社資料、ヒアリングによりKPMG作成