Marriott · MAR

수수료 호조 뒤에 가려진 비용 압박

시가총액	현재주가	52주 범위	12M 수익률
$107.2B	$416.38	$272.66 - $433.30	+52.9

01 SUMMARY

연간 RevPAR 상향과 EPS 컨센서스

3분기 조정 희석 EPS는 3.02달러로 증권사 컨센서스 2.82달러를 7.1% 상회했으며, 연간 글로벌 RevPAR 성장률 가이던스 역시 종전 1.5%~2.5%에서 4.5%~5%로 대폭 상향 제시. 공시 기준 최근 12개 분기 매출 성장률은 2023년 두 자릿수(11.6%)를 지나 3~6%대 완만한 성장 국면에 진입했으나, 연간 조정 EBITDA 성장률 가이던스를 13%로 유지하며 이익 방어력을 입증. 경영진은 미국·유럽의 여행 수요와 제휴 신용카드 수수료의 30% 후반대 급증세를 핵심 성장 동력으로 지목.

02 KEY POINTS

직접 운영 급감과 전환 계약 의존

총 수수료와 조정 EBITDA가 각각 YoY 14%, 12% 성장한 반면, 자체 소유·임대 호텔 순수익은 4,100만달러로 전년 동기 7,000만달러 대비 41.4% 급감. 동종 피어인 HLT의 최근 분기 영업이익률 27.3% 대비 메리어트의 영업이익률이 10%대 중후반(직전 분기 17.4%)에 머무는 원인으로 직접 운영 호텔의 원가 상승과 매각에 따른 일시적 공백이 부각. 4분기 실적 공시의 자체 운영 순수익 연간 목표(1억 7,000만~1억 7,500만달러) 달성 여부와 자산 매각 종결 여부가 수익성 안정화의 확인 지표.

글로벌 신규 건설 착공 건수가 YoY 24% 급감한 가운데, 누적 오픈 객실의 40% 이상을 기존 호텔의 브랜드 전환(Conversion) 계약으로 충당. 에셋라이트 피어들과의 리컨버전 유치 경쟁이 격화되면서 거래 성사를 위한 자본 투입 성격의 키머니 지출 압박이 동반 확대되는 양상. 향후 분기별 신규 착공 건수 반등 여부와 연간 12억 5,000만~13억 5,000만달러로 제시된 총 투자 지출 내 계약인수비용 집행 비중이 자본 효율성의 핵심 점검 대상.

03 FINANCIALS & RISK

키머니 부담과 지역 편차

주주 환원 규모를 연간 최소 48억달러로 유지 제시했으나, 경쟁 심화에 대응한 키머니 투입 증가와 자체 자산 리노베이션은 중기 잉여현금흐름 분배에 구조적 부담 요인 . Q&A에서는 사우디 대형 행사 취소 등으로 인한 중동 RevPAR의 YoY 12% 역성장과 중국 본토 레저 둔화 우려가 집중 제기되었으며, 경영진은 전체 수수료 기여도(중동 3%)가 제한적이라며 단기 충격을 방어. 52주 신고가(416달러) 도달 및 직전 4분기 순이익 기준 PER 42.0배 형성으로 실적 기대감이 상당 부분 선반영된 상태. 이번 컨콜에서 소유주 수익성 보전을 위한 요율 인하 조치가 2027년 이후 실질 로열티 수수료율을 몇 bp 희석시키는지에 대해서는 구체적 수치 미제시.

MARKET & STOCK DATA

시가총액	$107.2B
발행주식수	257,504,397
유동비율	85.6
52주 최고	$433.30
52주 최저	$272.66
거래액(60일, $M)	$630M
기관 보유율	0.0

OWNERSHIP

Two Sigma Inve	0.0

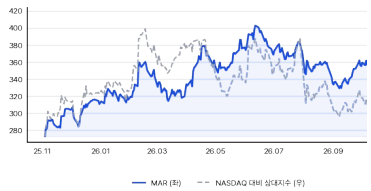
PERFORMANCE

1M	+16.0
3M	+20.6
12M	+52.9
YTD	+34.2

VALUATION

PER (FY26E)	31.1배
PBR (FY26E)	-
EV/EBITDA	25.2배
배당수익률	0.7%

PRICE TREND · 12M

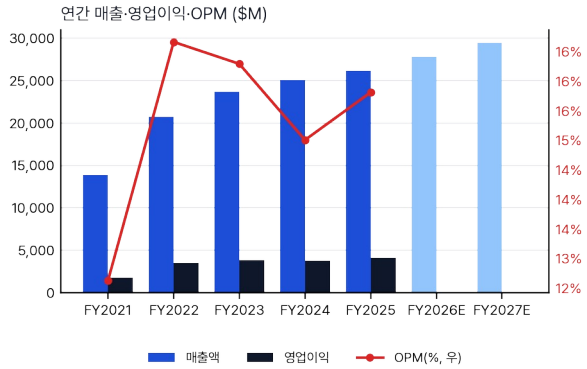


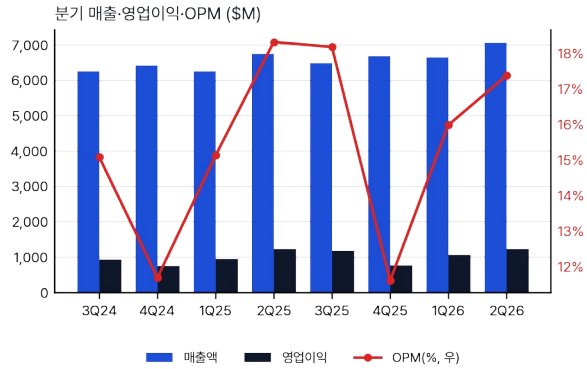
회계연도	매출액	영업이익	OPM	순이익	NPM	PER	ROE	PBR	EV/EBITDA
	($M)	($M)	(%)	($M)	(%)	(배)	(%)	(배)	(배)
FY2023	23,713	3,864	16.3	3,083	13.0	-	-	-	-
FY2024	25,100	3,767	15.0	2,375	9.5	-	-	-	-
FY2025	26,186	4,141	15.8	2,601	9.9	-	-	-	-
FY2026E	27,804	-	-	-	-	35.7	-	-	-
FY2027E	29,499	-	-	-	-	31.7	-	-	-

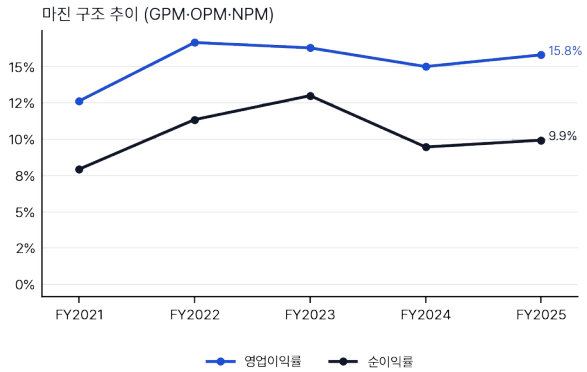
APPENDIX · AFTERULE RESEARCH

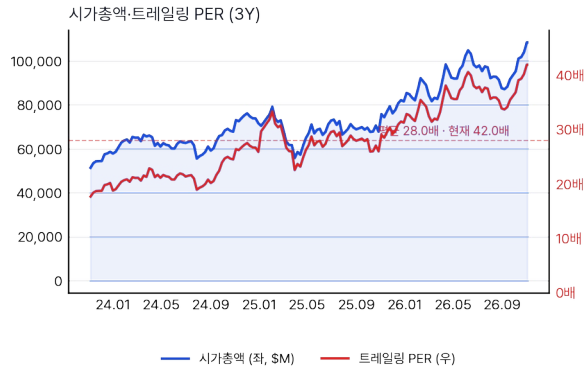
Marriott (MAR) 부록 — 재무 차트 · 분기·연간 실적 · 재무상태·현금흐름 · Q&A 전문 요약

01 FINANCIAL CHARTS









자료: 회사 자료(DART/SEC), 증권사·Yahoo 컨센서스(E, 연한 막대), Afterule Research

02 QUARTERLY & ANNUAL RESULTS

(백만달러, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	**6,263**	**6,744**	**6,489**	**6,690**	**6,654**	**7,071**	**20,773**	**23,713**	**25,100**	**26,186**	***27,804***	***29,499***
YoY	+4.8	+4.7	+3.7	+4.1	+6.2	+4.8	+49.9	+14.2	+5.8	+4.3	*+6.2*	*+6.1*
QoQ	-2.6	+7.7	-3.8	+3.1	-0.5	+6.3	-	-	-	-	-	-
영업이익	**948**	**1,236**	**1,180**	**777**	**1,064**	**1,229**	**3,462**	**3,864**	**3,767**	**4,141**	**-**	**-**
YoY	+8.2	+3.4	+25.0	+3.3	+12.2	-0.6	+97.8	+11.6	-2.5	+9.9	-	-
QoQ	+26.1	+30.4	-4.5	-34.2	+36.9	+15.5	-	-	-	-	-	-
OPM	15.1	18.3	18.2	11.6	16.0	17.4	16.7	16.3	15.0	15.8	-	-
순이익	**665**	**763**	**728**	**445**	**648**	**766**	**2,358**	**3,083**	**2,375**	**2,601**	**-**	**-**
YoY	+17.9	-1.2	+24.7	-2.2	-2.6	+0.4	+114.6	+30.7	-23.0	+9.5	-	-
QoQ	+46.2	+14.7	-4.6	-38.9	+45.6	+18.2	-	-	-	-	-	-
NPM	10.6	11.3	11.2	6.7	9.7	10.8	11.4	13.0	9.5	9.9	-	-

자료: 회사 자료(DART/SEC), Afterule Research — 미국 4분기는 연간−(1~3분기) 도출, YoY/QoQ % · P: 회사 발표 잠정치(컨콜 기준, 정식 공시 반영 전) · E: 증권사 평균 전망 (Yahoo 컨센서스, 순이익=EPS×주식수, 투자의견 아님)

03 BALANCE SHEET & CASH FLOW

(백만달러, %)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
자산총계	25,553	24,815	25,674	26,182	27,540
자본총계	1,414	568	-682	-2,992	-3,771
영업활동현금흐름	1,177	2,363	3,170	2,749	3,212
투자활동현금흐름	-187	-297	-465	-734	-948
재무활동현금흐름	-463	-2,962	-2,864	-1,956	-2,318

자료: 회사 자료(DART/SEC), Afterule Research — 연간 실적치(추정치 없음), 부채비율 = 부채총계 ÷ 자본총계

03 Q&A

Q1. 호텔 소유주 커뮤니티와의 관계 현황과 ITR 인센티브 관련 피드백 및 개선 사항은 무엇인가? (뱅크 오브 아메리카)

A. 소유주와의 관계는 투명하고 협력적이며 건설적 상태를 유지. 호텔 수준의 경제성에 초점을 맞춰 매출 증대와 손익계산서의 모든 비용 항목을 면밀히 검토 중. 지난달 마이애미 소유주 컨퍼런스 등에서 긴밀히 소통하며 업계 최고 규모를 활용한 경제적 성과 제고에 집중.

Q2. 미국 내 럭셔리와 셀렉트 서비스 간 RevPAR 성장률 격차 추세가 앞으로도 지속될 것인가? (버네스트)

A. 모든 체인 규모의 실적에 만족하며 럭셔리 부문의 우위 속에서도 셀렉트 서비스 역시 6% 성장 기록. 10월까지의 예약 현황 기준 셀렉트 브랜드 호텔들의 실적 흐름 긍정적 평가. 체인 규모 반대편인 셀렉트 서비스의 연속 3분기 강력한 RevPAR 성과는 매우 고무적인 신호.

Q3. 에이전트형 AI가 유통 채널 믹스와 커미션 및 소유주 비즈니스에 미치는 영향은 어떠한가? (모건 스탠리)

A. 현재 여행 탐색 과정을 재편하는 초기 단계로 여러 AI 플랫폼과 협력해 정확하고 풍부한 콘텐츠 제공에 주력. 일부 플랫폼은 예약 수수료보다 전통적 광고 수익 모델에 집중하는 경향을 보임. 소유주 경제성 측면에서 매력적일 수 있으나 구체적 방안은 추가 논의가 필요한 상태.

Q4. 2027년 초기 RevPAR 가이던스 3.5%~4.5% 내 객실 요금과 점유율 성장 비중은 어떠한가? (트루이스트 증권)

A. 예산 수립 초기 단계로 구체적 비중 수치를 제시하기에는 시기상조. 올해 상반기 여러 시장에서 객실 숙박 수와 ADR 모두 양호한 성장을 확인하여 2027년 예산 검토에 반영 중. 4분기 인센티브 수수료는 북미·APEC 상승세 대비 중동 부진 영향으로 상쇄될 전망.

Q5. 키머니 수준이 5억~6억 달러로 유지되는 상황에서 향후 자본 집약도 전망은 어떠한가? (웰스파고)

A. 키머니를 투입한 거래의 객실당 평균 가치 프리미엄은 2025년 약 65%, 2026년 1~3분기 약 75% 기록. 2026년 연간 투자 지출은 12억 5천만~13억 5천만 달러 전망. 내년에도 시스템 성장에 따라 키머니와 계약 인수 비용은 지속 상승할 가능성 제시.

Q6. 미국 및 해외 신규 건설 착공 추이와 내년 객실 수 증가율에 대한 초기 방향성은 어떠한가? (Baird)

A. 미국 및 캐나다의 1~3분기 신규 건설 착공 건수는 전년 동기 대비 20% 증가한 반면 글로벌 착공 건수는 약 24% 감소. 건설 착공 회복 지연 속에서도 계약의 3분의 1 이상, 오픈의 40% 이상을 차지하는 전환 전략이 성장을 적극 견인.

Q7. 중동 시장의 변동성 속에서 프로젝트 파이프라인 완공 여부와 RevPAR 성과를 어떻게 보는지? (Jefferies)

A. 중동은 전 세계 오픈 객실의 3%, 파이프라인의 6%, 총 수수료의 3% 차지. 2027년 1분기 이후 완화된 비교 기준치 적용에 따른 점진적 개선 예상. 현지 프로젝트 파이프라인 영향은 통상적 범위 내이며 최근 라스알카이마에서 3건의 신규 계약 체결 등 투자가 지속.

Q8. 2027년 RevPAR 성장률 3.5%~4.5% 전망치 중 비즈니스, 레저, 그룹별 세부 비중은 어떠한가? (JPMorgan)

A. 현재 예산 수립 초기 단계에 위치하여 구체적인 고객 세그먼트별 수치 공유는 시기상조. 전 세계 각 지역 분기별 사업 검토 결과를 바탕으로 거시적 전망을 우선 공유. 세부적이고 구체적인 수치 확정까지는 약 1~2 개월의 추가 검토 기간 소요 전망.

Q9. 넷 룸 증가율에서 신규 오픈의 40% 이상을 차지하는 리컨버전 비중의 향후 추이는 어떠한가? (골드만삭스)

A. 신규 건설 환경이 회복되더라도 브랜드 강화와 전문 개발팀 운영에 힘입어 리컨버전 물량 축소는 없을 것임. 탄탄한 기반을 바탕으로 성장 가속도 유지 계획. 호텔 수 600개에 육박하는 미드스케일 부문 진입 초기 단계로서 향후 다수의 리컨버전 기회 지속 발굴 전망.

Q10. 중국의 국내 레저 수요 둔화 상황과 세그먼트별 믹스 및 단·중기 운영 전망은 어떠한가? (바클레이즈)

A. 중국 RevPAR 성장률은 마이너스에서 제로 수준으로 회복했으며 하위 체인 및 하이난 등 Tier 1 시장은 우수한 실적 견인. 믹스 기준 레저 비중이 가장 크며 비즈니스, 그룹 순으로 구성. 소비자 심리와 지출 위축으로 성장 여건이 다소 어려운 상황.

Q11. 유럽 RevPAR의 가속화 추세를 이끄는 주된 요인이 계절적 레저 수요인지 궁금하다. (Evercore ISI)

A. 서유럽과 남유럽 시장을 중심으로 레저 부문이 가장 두드러진 성장 동력으로 작용. 세부 시장별 기여도는 상이하나 전반적으로 레저 수요가 유럽 지역 RevPAR 실적 개선을 견인하는 핵심 요인으로 평가.

Q12. 공사 중 객실 수 감소 속에서 내년에도 리컨버전이 NUG 성장의 주요 동력이 될 수 있는가? (UBS)

A. 착공 추이에 따라 비중 변동은 가능하나 브랜드 가치를 높이는 리컨버전 매출 확대에 지속 집중할 계획. 단독 자산 및 포트폴리오 전반에서 견조한 전환 물량이 유지될 것으로 예상. 리컨버전은 2027년 이후에도 순 객실 수 성장을 이끄는 핵심 동력으로 작용할 전망.

본 부록은 실적 발표 컨퍼런스콜 전문과 Afterule 재무 데이터를 근거로 AI가 정리한 정보이며, 투자의견·목표주가를 포함하지 않습니다. 투자 판단의 근거로 사용될 수 없습니다.