Global Research

2025.12.24

# 웰타워
# (Well-US)

## 수익성 위주의 포트폴리오 개편 중

### 글로벌 1위 헬스케어 리츠

Welltower(WELL US)는 북미와 영국을 기반으로 노인 주거시설 및 의료시설을 보유·운영하는 대표적인 헬스케어 리츠다. 3Q25 NOI(순영업수익) 비중은 노인주거시설 운영 및 임차(SHO, SH NNN) 78%, 외래진료센터(OM) 4%, 장기요양 및 재활병원(Long-Term/Post-Acute Care) 18%이다.

Welltower 주가는 현재 연초 대비 47.8% 상승하여 P/AFFO 기준 35.9배 수준으로 동종 리츠 평균 15~20배 대비 높은 밸류에이션을 형성하고 있다. 높아진 시니어하우징 수요, 구조적인 노인 주거 시설 공급 부족이 벨류에이션 프리미엄을 부여하고 있다.

### 견고한 시니어 하우징 수요를 바탕으로 높은 실적 성장 지속

3Q25 Welltower는 매출액 27억달러(+30.7% YoY), 동일시설 기준 순영업수익(SSNOI)은 6억달러(+14.5%, YoY), 조정 주당 FFO 1.34달러(+20.7% YoY)를 기록하며 2024년 이후 두자릿 수 성장세를 이어 나가고 있다. SHO 부문의 강한 실적 개선이 성장세의 배경이다. SHO 부문 평균 임차율은 전년 동기대비 400bp 상승하였으며, 입주객당매출(RevPOR) 역시 전년 동기 대비 4.8% 상승하였다.

Welltower는 견조한 실적 성장세와 수익성이 높은 시니어 하우징 위주의 포트폴리오 조정을 통한 기대수익률 상승으로 2025년 연간 조정 주당 FFO 가이던스를 기존 주당 5.10달러에서 5.27달러로 상향 조정하였다.

시니어 하우징의 핵심 수요층인 85세 이상 고령 인구는 구조적으로 증가세를 지속하고 있다(2025년~2030년 미국 80세 이상 고령층 인구 CAGR 5.0% 성장 예상). 반면 시니어 하우징 건설 착공 건수는 코로나 팬데믹 이후 공사비 급등과 고금리 상황이 지속되며 2008년 금융위기 수준까지 감소된 상황이다. 통상 시설 착공에서 운영까지 약 3년의 기간이 소요되는 것을 감안하면 2028년까지는 시니어 하우징 공급 부족이 지속될 것으로 예상된다.

### 시니어 하우징 중심의 포트폴리오 전환 중

3Q25 Welltower는 포트폴리오를 시니어하우징 중심으로 재편하기 위한 230억 달러 규모의 신규 거래를 발표하였다. 미국, 영국, 캐나다 전역에 노인 주택 및 주택 단지 투자를 위해 140억달러 규모의 자금이 투입될 예정이며, 이를 위해 90억 달러 규모의 자산 매각이 이루어질 예정이다. 구체적으로는 최근 성장세가 둔화되고 있는 OM(외래진료, NOI 비중 4%) 자산 매각을 통해 72억 달러를 조달하게 된다. 거래가 모두 완료되면 시니어하우징이 전체 NOI에서 차지하는 비중이 현재 70%대 80% 중반대로 상승할 것으로 예상된다. SHO 부문은 높은 성장성을 지속하고 있으며, Welltower가 직접 운영 리스크를 부담하는 대신 높은 수익 창출이 가능한 구조이다. 향후 수년간 시니어하우징 중심의 수익 성장 가속화가 전망된다.

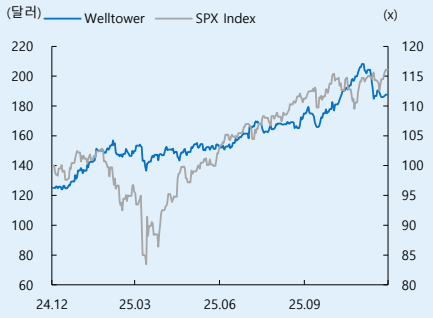
## Global Company Brief

| | |
|---|---|
| **블룸버그 최고 목표가** | **USD 260.00** |
| **블룸버그 최저 목표가** | **USD 172.00** |
| **종가(2025-12-24)** | **USD 187.70** |

| Stock Indicator | |
|---|---|
| 거래소 | NYSE |
| 발행주식수 | 686.3 백만주 |
| 시가총액 | 128.8 십억USD |
| 결산월 | 12월 |
| 52주 최고가(USD) | USD 209.05 |
| 52주 최저가(USD) | USD 123.11 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -8.3 | 9.3 | 22.3 | 48.3 |
| 상대수익률 | -9.8 | 4.8 | 8.4 | 29.1 |

Price Trend

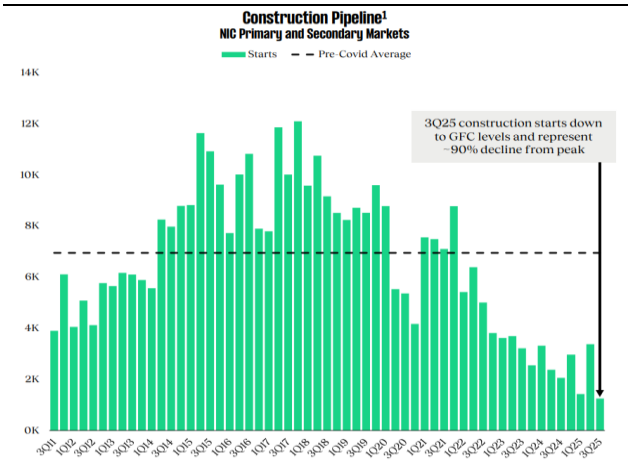



| 결산(12월) | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 |
|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억USD) | 4.7 | 5.9 | 6.6 | 8.0 |
| 영업이익(십억USD) | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.1 |
| 순이익(십억USD) | 0.3 | 0.1 | 0.3 | 1.0 |
| EPS(USD) | 0.8 | 0.3 | 0.7 | 1.6 |
| BPS(USD) | 39.4 | 41.4 | 45.0 | 50.3 |
| PER(x) | 191.5 | 203.2 | 151.9 | 134.3 |
| PBR(x) | 2.2 | 1.6 | 2.0 | 2.5 |
| ROE(%) | 2.0 | 0.7 | 1.5 | 3.3 |
| 배당수익률(%) | 2.8 | 3.7 | 2.7 | 2.0 |
| EV/EBITDA(x) | 30.7 | 23.5 | 27.7 | 33.8 |

주:US-GAAP

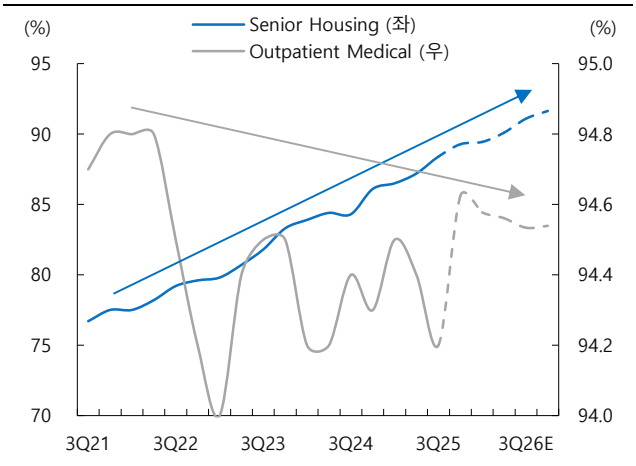

공도연 2122-9199 dykong@imfnsec.com
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. 미국 시니어 하우스 착공 추이



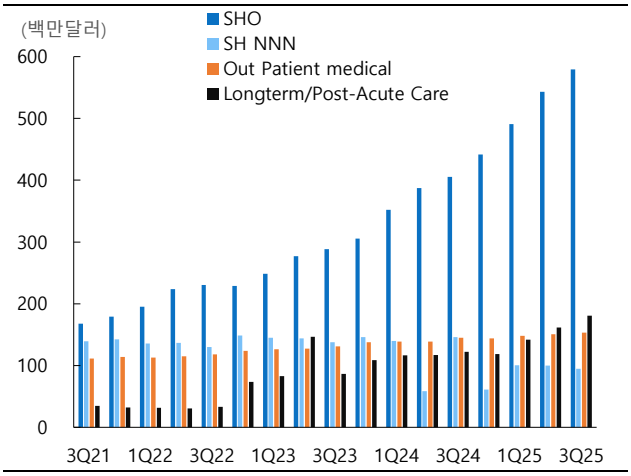

자료: Welltower, iM증권 리서치본부

그림2. Welltower 임차율 추이 및 전망



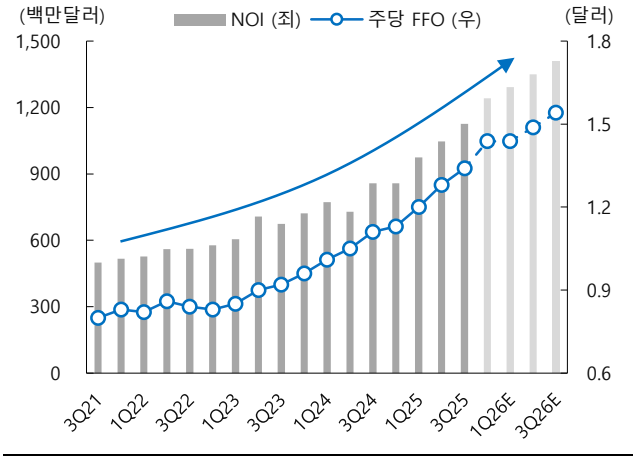

자료: Welltower, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. Well Tower 주요 자산별 NOI 추이



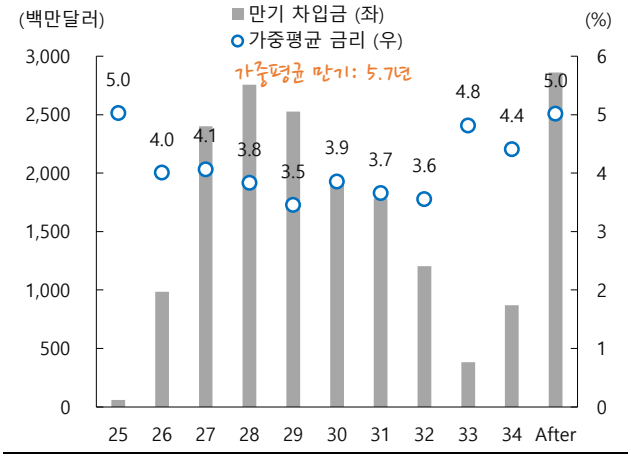

자료: Well Tower, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. Well Tower NOI 및 주당 FFO 추이



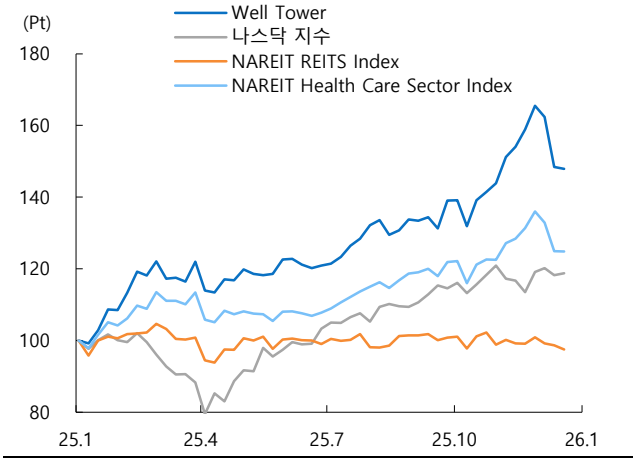

자료: Welltower, iM증권 리서치본부

그림5. Well Tower 만기 도래 부채 및 가중평균이자율 추이




자료: Welltower, iM증권 리서치본부

그림6. 연초 대비 상대수익률 추이




자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 2025.01.01=100

표1. Well Tower 영업실적 추이 및 전망

| (백만달러, %) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,860** | **1,825** | **2,056** | **2,251** | **2,423** | **2,548** | **2,686** | **2,974** | **6,638** | **7,991** | **10,470** | **12,808** |
| *YoY* | *19.2* | *9.6* | *23.7* | *28.6* | *30.3* | *39.6* | *30.6* | *32.1* | *13.3* | *20.4* | *31.0* | *22.3* |
| 영업비용 | 1,572 | 1,599 | 1,732 | 1,987 | 2,073 | 2,109 | 2,231 | 2,481 | 5,714 | 7,277 | 9,475 | 10,303 |
| *YoY* | *14* | *17.5* | *20.9* | *31.8* | *31.9* | *31.9* | *28.8* | *24.9* | *10.1* | *27.4* | *30.2* | *8.7* |
| 감가상각비 | 366 | 382 | 404 | 480 | 486 | 495 | 510 | 515 | 1,401 | 1,632 | 2,006 | 2,205 |
| **영업이익** | **288** | **226** | **323** | **264** | **350** | **439** | **455** | **493** | **924** | **714** | **995** | **2,505** |
| *YoY* | *9* | *16.7* | *117.7* | *21* | *21.5* | *94.2* | *40.9* | *86.7* | *36.2* | *-22.7* | *39.4* | *151.8* |
| 영업이익률 | *15.5* | *12.4* | *15.7* | *11.7* | *14.4* | *17.2* | *16.9* | *16.6* | *13.9* | *8.9* | *9.5* | *19.6* |
| **세전이익** | **173** | **94** | **194** | **130** | **255** | **310** | **315** | **-104** | **365** | **976** | **823** | **2,073** |
| *YoY* | *289.7* | *-18.2* | *146.9* | *39.7* | *47.4* | *229.8* | *62.4* | *적전* | *117.2* | *167.4* | *-15.7* | *151.9* |
| **순이익** | **127** | **255** | **450** | **120** | **258** | **302** | **281** | **64** | **340** | **952** | **906** | **2,039** |
| *YoY* | *395.3* | *147.2* | *252.9* | *43* | *103.1* | *18.4* | *-37.6* | *-46.7* | *140.8* | *180.0* | *-4.8* | *125.1* |
| **주당FFO** | **1.01** | **1.05** | **1.06** | **1.13** | **1.21** | **1.28** | **1.34** | **1.44** | **3.64** | **4.32** | **5.26** | **6.04** |
| *YoY* | *18.8* | *16.7* | *20.7* | *17.7* | *19.8* | *21.9* | *26.4* | *27.4* | *8.5* | *18.7* | *21.8* | *14.8* |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 전망치는 Bloomberg consensus 기준

**재무제표**

**재무상태표**

| (백만USD) | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 |
|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | - | - | - | - |
| 현금 및 현금성자산 | 269 | 632 | 1,994 | 3,507 |
| 매출채권 | 1,169 | 1,463 | 1,455 | 1,712 |
| 비유동자산 | - | - | - | - |
| 유형자산 | 29,295 | 31,170 | 34,875 | 39,274 |
| 무형자산 | 1,858 | 2,014 | 2,235 | 2,698 |
| 자산총계 | 34,910 | 37,893 | 44,012 | 51,044 |
| 유동부채 | - | - | - | - |
| 비유동부채 | - | - | - | - |
| 부채총계 | 15,912 | 16,499 | 17,640 | 18,472 |
| 지배주주지분 | 17,636 | 20,295 | 25,404 | 31,956 |
| 자본금 | 23,582 | 27,235 | 33,308 | 40,654 |
| 이익잉여금 | -5,717 | -6,709 | -7,629 | -8,223 |
| 자본총계 | 18,998 | 21,394 | 26,372 | 32,573 |

**포괄손익계산서**

| (백만USD, %) | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 4,742 | 5,861 | 6,638 | 7,991 |
| 매출원가 | - | - | - | - |
| 매출총이익 | - | - | - | - |
| 판매비와관리비 | - | - | - | - |
| EBITDA | 1,763 | 2,028 | 2,384 | 2,780 |
| 영업이익 | 710 | 703 | 958 | 1,101 |
| 영업이익률 | 15 | 12 | 14 | 14 |
| 세전계속사업이익 | 383 | 168 | 365 | 976 |
| 법인세비용 | 9 | 7 | 6 | 3 |
| 당기순이익 | 336 | 141 | 340 | 952 |
| 성장률(YoY) | | | | |
| 매출액 | 3 | 24 | 13 | 20 |
| 영업이익 | 34 | -1 | 36 | 15 |
| 순이익 | -66 | -58 | 141 | 180 |

**현금흐름표**

| (백만USD) | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 |
|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 1,275 | 1,329 | 1,602 | 2,256 |
| 당기순이익 | 336 | 141 | 340 | 952 |
| 유무형자산감가상각비 | 1,034 | 1,309 | 1,401 | 1,632 |
| 비현금항목 | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -4,516 | -3,704 | -5,708 | -5,515 |
| 유무형자산의 처분 | - | - | - | - |
| 유무형자산의 취득 | - | - | - | - |
| 기타투자활동 | -12 | 33 | -19 | -38 |
| 재무활동 현금흐름 | 1,567 | 2,751 | 5,460 | 4,984 |
| 부채의 증감 | 321 | 371 | 655 | -635 |
| 자본의 증감 | 2,348 | 3,668 | 6,010 | 7,416 |
| 배당금 지급 | -1,036 | -1,132 | -1,261 | -1,545 |
| 기타 재무활동 | - | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | -1,276 | 362 | 1,631 | 1,513 |
| 기초현금및현금성자산 | 1,545 | 269 | 632 | 1,993 |
| 기말현금및현금성자산 | 269 | 632 | 1,993 | 3,506 |
| 잉여현금흐름 | -3,509 | -2,085 | -3,489 | -2,954 |

**주요투자지표**

| | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 |
|---|---|---|---|---|
| 주당지표(USD) | | | | |
| EPS | 0.8 | 0.3 | 0.7 | 1.6 |
| BPS | 39.4 | 41.4 | 45.0 | 50.3 |
| CFPS | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 3.7 |
| DPS | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.6 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 191.5 | 203.2 | 151.9 | 134.3 |
| PBR | 2.2 | 1.6 | 2.0 | 2.5 |
| PCR | 28.6 | 22.8 | 29.0 | 33.7 |
| EV/EBITDA | 30.7 | 23.5 | 27.7 | 33.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 2.0 | 0.7 | 1.5 | 3.3 |
| EBITDA이익률 | 37.2 | 34.6 | 35.9 | 34.8 |
| 부채비율 | 83.8 | 77.1 | 66.9 | 56.7 |
| 순부채비율 | 75.8 | 67.0 | 53.6 | 40.7 |
| 매출채권회전율(x) | - | - | - | - |
| 재고자산회전율(x) | - | - | - | - |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: US-GAAP 기준

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

**[투자의견]**

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

**[투자등급 비율 2025-09-30 기준]**

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|---|---|---|
| 91.0% | 8.3% | 0.7% |