

West Pharmaceutical · WST

호실적 뒤 감속과 마진 고점 논란

시가총액 \$30.0B	현재주가 \$426.00	52주 범위 \$223.83 - \$430.58	12M 수익률 +49.5
-----------------	------------------	-------------------------------	------------------

01 SUMMARY

3Q 사상 최대 실적 및 연간 가이드언스 상향

3Q26 매출액은 전년 동기 대비 8.6% 증가한 8억 7,400만달러, 조정 EPS는 36% 증가한 2.66달러로 애널리스트 컨센서스(매출 8억 4,000만달러, EPS 2.08달러)를 각각 4.0%, 27.9% 상회. 공시 기준 최근 12개 분기 흐름에서 직전 2분기(8억 7,200만달러)를 넘어선 사상 최대 분기 매출 달성. 연간 가이드언스 역시 매출 34억 1,000만~34억 2,000만달러, 조정 EPS 9.38~9.48달러로 대폭 상향 제시. 로버트 맥마흔 CFO는 GLP-1 관련 HVP 컴포넌트 부문의 30%대 내수 성장과 유럽 Annex 1 규제 도입에 따른 200건 이상의 제품 업그레이드 수요 집중을 실적 견인의 핵심 배경으로 지목.

02 KEY POINTS

성장 감속 예고와 마진 고점 논란

3분기 내수 매출 성장률이 11.9%에 도달했으나, 회사 측이 제시한 4분기 매출 가이드언스는 8억 2,000만~8억 3,000만달러로 전분기 대비 감소 및 내수 성장률 6~7% 수준으로의 급격한 감속을 예고. 연매출 규모가 유사한 동종 업계의 최근 분기 매출 성장률 (ATR 6.3%, ICUI 0.5%, XRAY -4.1%) 대비 여전히 차별화된 확장세이나, 주가가 52주 신고가(404달러)에 도달하고 PER이 66.9배에 달하는 상황에서 분기 실적의 연속성 약화는 밸류에이션 부담 요인으로 작용할 가능성 상존. 4분기 실제 내수 성장률 달성 여부 및 내년 2월 공개 예정인 2027년 유기적 매출 성장률 가이드언스 확인 필요.

조정 영업이익률이 전년 동기 대비 420bp 상승한 25.3%로 공시 기준 과거 11개 분기 최고치(22.0%)를 경신했으나, 경영진은 이를 구조적 기준선으로 인정하지 않고 일선 후퇴. CFO는 컨콜 질의응답을 통해 4분기 투자 지출 재개와 우호적 제품 믹스 효과의 희석 가능성을 거론하며 25%대 마진의 연속성에 선을 긋는 태도 견지. 일회성 성격인 SmartDose 3.5 매각 이익 효과 소멸 이후 2027년 연간 영업이익률의 100bp 개선 경로 복귀 여부 점검 관건.

03 FINANCIALS & RISK

현금흐름 둔화와 기저 부담

3분기 누적 잉여현금흐름(FCF)은 고객 미수금 및 재고 운전자본 증가 영향으로 전년 동기 대비 약 5% 감소한 2억 7,800만달러에 그쳐, 같은 기간 집행된 대규모 자사주 매입액(6억 8,500만달러)과의 괴리 확대. 설비투자(CapEx) 지출이 연간 계획 하단(매출 대비 6~8% 하단)에 머물며 현금 유출을 방어했으나, 향후 미국과 유럽 내 HVP 조립 라인 설비 증설이 18~24개월간 진행됨에 따라 자본적 지출 압박은 가중될 전망. Q&A에서는 마진의 지속 가능성과 함께 SmartDose 3.5 종료에 따른 내년 역기저 우려가 집중되었으며, 경영진은 보고 기준 성장률에 약 290bp의 하방 압력이 발생한다는 사실 인정. 주가는 GLP-1 수혜를 선반영해 52주 최고가 부근에 머물고 있어 단기 실적 감속에 대한 민감도가 높아진 구간으로 해석. SmartDose 3.

MARKET & STOCK DATA

시가총액	\$30.0B
발행주식수	70,375,762
유동비율	99.3
52주 최고	\$430.58
52주 최저	\$223.83
거래액(60일, \$M)	\$229M
기관 보유율	3.1

OWNERSHIP

Norges Bank	1.2
Gates Foundati	0.6
Citadel	0.6

PERFORMANCE

1M	+13.1
3M	+25.4
12M	+49.5
YTD	+54.8

VALUATION

PER (FY26E)	42.7배
PBR (FY26E)	10.0배
EV/EBITDA	32.7배
배당수익률	0.2%

PRICE TREND · 12M



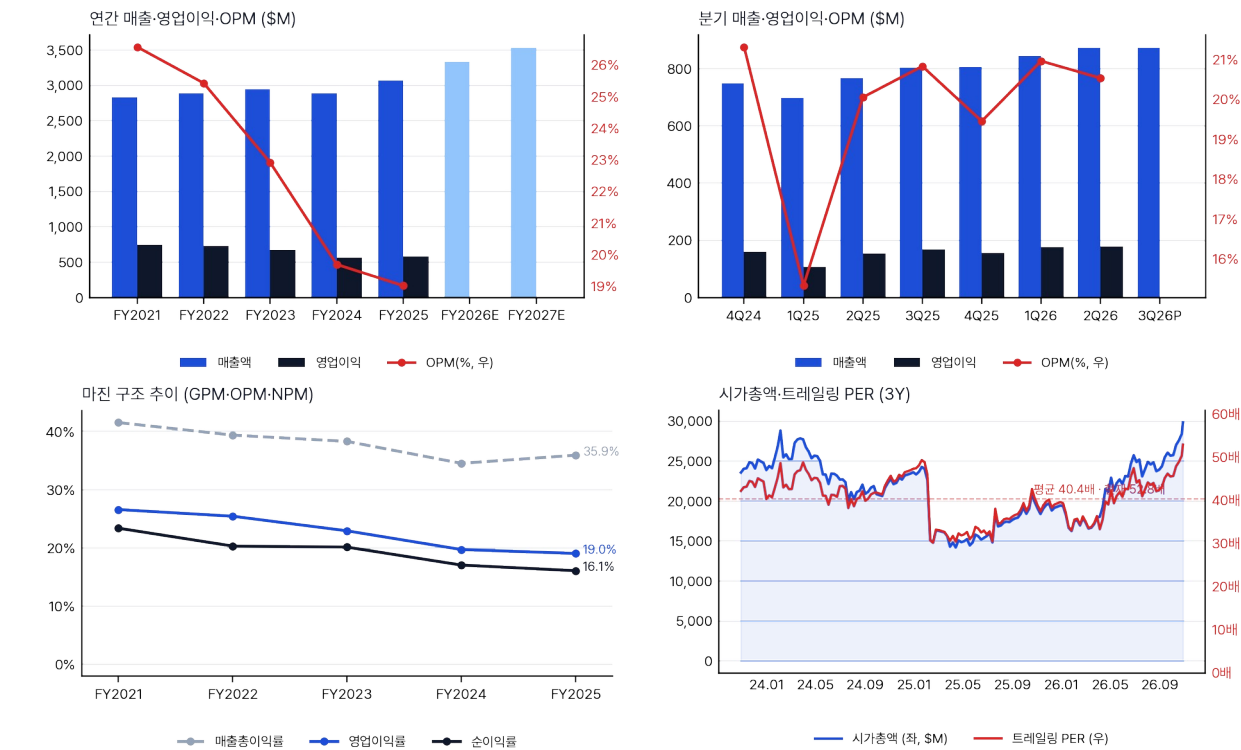
회계연도	매출액	영업이익	OPM	순이익	NPM	PER	ROE	PBR	EV/EBITDA
	(\$M)	(\$M)	(%)	(\$M)	(%)	(배)	(%)	(배)	(배)
FY2023	2,950	676	22.9	593	20.1	-	-	-	-
FY2024	2,893	570	19.7	493	17.0	-	-	-	-
FY2025	3,074	585	19.0	494	16.1	-	-	-	-

FY2026E	3,333	-	-	-	-	49.4	-	-	-
FY2027E	3,537	-	-	-	-	44.3	-	-	-

APPENDIX · AFTERULE RESEARCH

West Pharmaceutical (WST) 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, %)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	766	805	805	845	872	874	2,887	2,950	2,893	3,074	3,333	3,537
YoY	+9.2	+7.7	+7.5	+21.0	+13.8	+8.6	+2.0	+2.2	-1.9	+6.3	+8.4	+6.1
QoQ	+9.8	+5.0	+0.0	+5.0	+3.2	+0.2	-	-	-	-	-	-
영업이익	154	168	157	177	179	-	734	676	570	585	-	-
YoY	+21.8	+3.9	-1.9	+65.5	+16.5	-	-2.4	-7.9	-15.7	+2.6	-	-
QoQ	+43.6	+9.0	-6.6	+13.1	+1.1	-	-	-	-	-	-	-
OPM	20.1	20.8	19.5	21.0	20.5	-	25.4	22.9	19.7	19.0	-	-
순이익	132	140	132	139	154	-	586	593	493	494	-	-
YoY	+18.4	+2.9	+1.5	+54.6	+16.8	-	-11.5	+1.3	-17.0	+0.2	-	-
QoQ	+46.8	+6.2	-5.6	+5.1	+11.0	-	-	-	-	-	-	-
NPM	17.2	17.4	16.4	16.4	17.7	-	20.3	20.1	17.0	16.1	-	-

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	3,314	3,617	3,830	3,643	4,270
부채총계	978	932	948	961	1,094
자본총계	2,335	2,685	2,881	2,682	3,176
부채비율(%)	41.9	34.7	32.9	35.8	34.4
영업활동현금흐름	584	724	776	653	755
투자활동현금흐름	-253	-288	-369	-379	-286
재무활동현금흐름	-168	-294	-460	-623	-185

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

03 Q&A

Q1. 아시아 태평양 지역에서 42%의 인상적인 매출 성장을 달성하게 된 구체적인 성장 동력에 대한 설명 요청. (키뱅크 캐피탈 마켓츠)

A. 낮은 기저 효과와 더불어 신규 고객 기회가 지속적으로 창출된 결과로 분석. 특히 인도와 중국 시장에서 GLP-1 계열 약물 도입 확대로 3분기 연속 강력한 성장세를 기록. 향후 이 지역의 혁신 신약 파이프라인 개발에 힘입어 장기적 성장 잠재력 또한 풍부할 것으로 전망.

Q2. GLP-1 관련 엘라스토머의 주요 변동 요인과 3분기 일회성 요인 유무 및 향후 성장 전망 질의. (에버코어 ISI)

A. 이번 3분기 실적에 일회성 요인은 전혀 없었음을 명확히 확인. 미국 내 브리지 프로그램을 통한 접근성 확대 및 미국 외 지역 제네릭 진출, 차세대 분자 개발 등이 장기 성장 동력으로 작용할 것으로 기대. 전체 잠재력의 초기 단계에 불과하며 향후 수년간 견고한 성장이 지속될 것으로 판단.

Q3. 스마트도스를 포함한 HVP 디바이스 제품군의 성장 강세 배경과 4분기 전망에 대해 질의. (윌리엄 블레이어)

A. 특정 신약 출시보다는 크리스탈 제네스와 투여 시스템 전반에 걸친 광범위한 고객 기반 확보의 결과로 설명. 내수 기준 26% 성장을 기록했으나, 전년 4분기의 높은 기저로 인해 4분기에는 동일 수준의 성장이 반복되기는 어려울 것으로 예상. 차세대 스마트도스 10 파트너십 확대를 통한 장기적 포트폴리오 강화 전망.

Q4. 신임 CEO 취임 2개월간의 소감과 향후 6~12개월간 우선순위 및 핵심 사업 기회 질의. (도이치은행)

A. 100년 역사의 기술적 역량을 바탕으로 고객과의 전략적 관계를 상위 단계로 격상하는 방안을 핵심 과제로 설정. 또한 디지털화와 자동화 도구 지원을 통해 기존 공장 설비의 병목 해소와 지속적인 운영 개선을 가속화할 방침. 이를 통해 수요 확대에 맞춘 생산 역량 최적화 및 장기적인 가치 창출을 추진할 계획.

Q5. 3분기 마진 강세 배경과 프로프라이어터리 부문의 40%대 중반 마진 유지 가능성 질의. (CJS 증권)

A. 3분기 총마진 310bp 상승은 HVP 컴포넌트 중심의 우호적 믹스 개선과 공장 가동률 향상, 가격 인상 효과가 복합 작용한 결과로 분석. 스마트도스 3.5 매각과 판관비 효율화도 마진 확대를 뒷받침. 연간 기준 영업이익률 약 300bp 확대를 달성하고 향후에도 지속적인 개선을 통해 마진 확대를 이어갈 계획.

Q6. 포트폴리오 평가 및 M&A 기준과 함께 향후 연간 10% 수준의 GLP-1 매출 성장 목표의 타당성 질의. (UBS)

A. 유기적 성장이 최우선 과제이며 고객사 공급망 단순화 요구에 부합하고 재무 성과를 높일 수 있는 높은 M&A 기준을 적용 중. GLP-1 부문은 3분기 내수 기준 30%대 성장을 달성하며 전체 매출의 12%를 차지. 높은 기저에도 불구하고 신규 진입자 및 바이오시밀러 협력을 통해 핵심 성장 동력 역할을 지속할 것으로 확신.

Q7. 생산능력 확장을 위한 CapEx 지출의 효율성 및 과거와 같은 대규모 투자 국면 재진입 여부 질의. (제퍼리스)

A. 향후 설비투자는 매출의 6~8% 범위 내에서 안정적으로 관리될 것임을 재확인. 2026년 1~9월 자본지출은 계획 대비 1억 2,500만 달러 적게 집행되었으며 연간 2억 1,500만~2억 2,000만 달러 수준으로 전망. 최고 수익률을 내는 HVP 최종 조립 생산능력 확충과 기존 설비 최적화에 투자를 집중할 방침.

Q8. HHS 가이드라인이 미국 시장에 미칠 영향과 웨스트 밴티지 전략의 진행 현황에 대해 질의. (바클레이스)

A. 유럽 Annex 1 규정과 유사하게 미국 규제도 강화되면서 HVP 업그레이드 트렌드가 글로벌 전반으로 확산되는 추세. 올해 200건 이상의 업그레이드 프로젝트를 진행하며 다년간의 수혜 기반을 구축. 웨스트 밴티지는 노후 레거시 종료와 고부가가치 전환 전략이 예상대로 원활히 진척 중인 것으로 평가.

Q9. 향후 1년 내 전체 매출 중 HVP 비중 전망과 회사의 장기 성장을 목표치 대비 현황 질의. (TD Cowen)

A. 구체적인 수치 목표는 제시하지 않았으나 HVP 부문이 전사 평균을 상회하는 속도로 성장하여 비중 확대를 지속할 전망. 바이오의약품 파이프라인의 기록적인 확대와 200건 이상의 HVP 업그레이드가 동반 성장 동력으로 작용. 포트폴리오 전반의 구조적 수혜에 힘입어 7~9% 장기 성장 목표를 초과 달성할 것으로 기대.

Q10. 고성장을 기록 중인 바이오제약 부문의 지속 가능성과 연간 4% 수준의 가격 인상 지속 여부 질의. (BNP 파리바)

A. 사상 최대 수준의 대형 분자 바이오 파이프라인이 주사제 형태로 개발되면서 지속적인 수요 창출이 가능할 것으로 전망. 가격 인상의 경우 이번 분기 약 4% 성장에 기여했으나 다소 조기 반영된 측면이 존재. 장기적인 계획 모델링 차원에서는 과거 수준인 연간 2~3% 수준의 인상 가정이 여전히 타당하다는 판단.

Q11. 투자자들의 관심에서 소외되었던 웨스트 밴티지 플랫폼의 장기적 전략적 활용 방안 질의. (스테펜스)

A. 당사의 핵심은 고수익을 창출하는 독점 제품 중심의 비즈니스 구조임을 명시. 웨스트 밴티지는 이번 분기 내수 6.6% 감소를 기록했으나, 저수익 레거시 프로젝트를 정리하고 고부가가치 솔루션 중심으로 포트폴리오를 전환하는 전략을 실행 중. 이에 따라 향후 수년간 세그먼트 기여도가 지속 강화될 것으로 전망.

Q12. 신규 HVP 설비의 가동 시점과 현재 생산 인프라의 단기 수요 충족 가능 여부에 대해 질의. (뱅크 오브 아메리카)

A. 기존 생산 인프라 내에서 투자가 진행되며 신규 설비 착공 후 본격 가동까지 약 18~24개월이 소요될 것으로 예상. 단기적으로는 신규 근무조 배치 및 인력 투자를 통해 공장 네트워크 생산능력을 이미 확충한 상태. 따라서 신규 설비 가동 이전에도 현재 인프라로 예상 수요를 충분히 감당할 수 있을 것으로 판단.

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