



2025. 11. 6.

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

# Phathom Pharmaceuticals (PHAT.US)

Q(처방량) 올려, C(비용) 내려

- P-CAB 치료제를 팔기 위해 Takeda가 설립한 JV 회사로, 보유 제품은 'Voquezna'
- 처방이 잘 되고, 5월부터 바꾼 경영 전략으로 비용 통제 효과 발휘되는 중
- '26년 연간 영업 흑자 전환 및 자금 조달하지 않겠다는 내용 선언

## 점점 늘어나는 매출, 비용 통제 효과도 나타나기 시작

3Q25 실적은 매출액 \$49.5M(약 715 억 원, YoY +202.7%, QoQ +25.3%; 컨센서스 대비 +5.3% 상회), 매출총이익 \$43.3M(약 625 억 원, YoY +210.3%, QoQ +25.5%, 매출총이익률 87.5%), 영업이익 -\$15.3M(약 -221 억 원, YoY 적지, QoQ 적지, 영업이익률 -30.9%), 순이익 -\$30.0M(약 -433 억 원, YoY 적지, QoQ 적지, 순이익률 -60.6%)을 기록했다.

영업적자가 크게 줄었는데, 이는 D2C 광고 지출 \$19M 감축, 구조조정으로 인한 인건비 \$10M 감축, 벤더 비용 \$8M 감축이 주요 원인이었다. 회사는 5월부터 경영진 교체 및 전략을 바꾸면서 비용 조절에 나서기 시작했고, 3Q25 순현금유출은 \$14.4M(약 208 억 원)에 불과했다(vs. 1Q25 \$84.9M, 2Q25 \$62.7M). 다만 경영진은 4Q25 에는 호산성 식도염(EoE) 2 상 개시에 따른 연구개발비 증가로 현금 사용이 QoQ 증액될 것으로 전망했다.

## 시장에 잘 침투하고 있는 P-CAB 'Voquezna'

처리된 처방 건수(filled prescriptions): 3Q25 221,000 건(QoQ +27.7%)을 기록했다. 보험 커버리지 처방은 144,000 건, 비급여 현금 처방은 77,000 건으로 분류된다. 마진은 비급여 부분이 더 높지만, 처방 비중이 보험 쪽이 더 높아 아직까지는 이익률이 대폭 개선되는 모습은 나타나지 않고 있다. vonoprazan 소매 처방 '25년 9월 데이터는 43,945 건(YoY +176.1%, MoM +5.8%)으로 또 다시 역대 최고치를 경신했다. 전월 대비 처방전 증가 추이가 8개월 연속 이어지고 있다.

## 매출액 가이드선 하단 상향 조정, 비용 조절 기조 그대로 유지

'25년 연간 매출액 가이드선을 \$170~175M(YoY +212.8%)으로 제시하여 기존의 \$165~175M에서 하단을 상향 조정했다. CFO는 4Q25 비용을 줄여 \$55M 보다 적게 쓰는 목표를 유지하고, '26년 영업 흑자 전환을 기대하고 있어 자금 조달은 진행하지 않겠다고 밝혔다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 11. 4.): \$13.49

목표주가 컨센서스: \$21.75

## ▶ 투자 의견 컨센서스



### Stock Data

산업분류	제약
S&P 500 (11/4)	6,771.55
현재주가/목표주가	13.49 / 21.75
52주 최고/최저 (\$)	19.05 / 2.21
시가총액 (백만 \$)	960
유통주식 수 (백만 주)	55
일평균거래량 (3M)	1,201,059

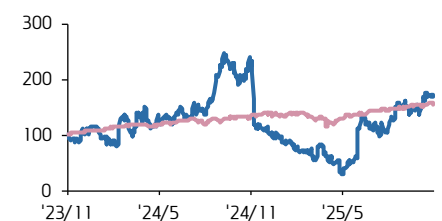
### Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	-	693	172	324
영업이익	-	-149	-175	-11
OPM(%)	-	-21.4	-101.4	-3.5
순이익	-	-189	-235	-59
EPS	NULL	-1.6	-3.2	-0.9
증가율(%)	-	적전	적지	적지
PER(배)	N/A	-	-	-
PBR(배)	2.4	97.1	7.6	29.2
ROE(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	66.1	10.5	388.8	-28.8
S&P Index	15.1	0.8	19.1	18.5

(\*23.11.5=100) — 패섬 파머슈티컬스 — S&P 500



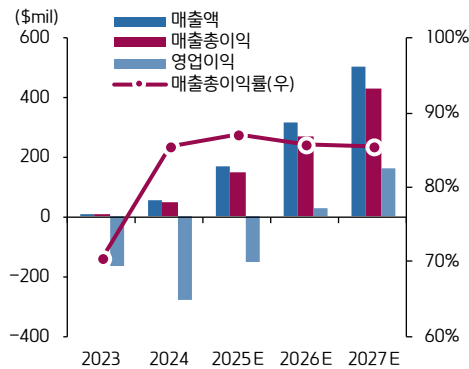
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Phathom Pharma 연간 실적 추이 및 전망

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>					0.7	55.3	173.8	316.9	505.8
매출원가					0.2	8.0	22.2	45.0	73.8
<b>매출총이익</b>					0.5	47.3	151.6	271.9	432.0
매출총이익률					70.6%	85.5%	87.2%	85.8%	85.4%
<b>판매비</b>	106.2	125.6	135.0	172.4	167.8	324.8	304.3	240.0	265.0
연구개발비	99.3	98.1	72.3	71.4	49.9	34.1	33.5	33.3	33.1
마케팅비	6.9	27.5	62.7	101.0	117.9	290.7	283.1	231.0	243.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-12.3	-24.3	-11.3
<b>영업이익</b>					-167.3	-277.5	-152.7	31.9	167.0
영업이익률					-24605.9%	-502.3%	-87.9%	10.1%	33.0%
조정 당기순이익					-129.7	-262.3	-202.9	-30.8	112.0

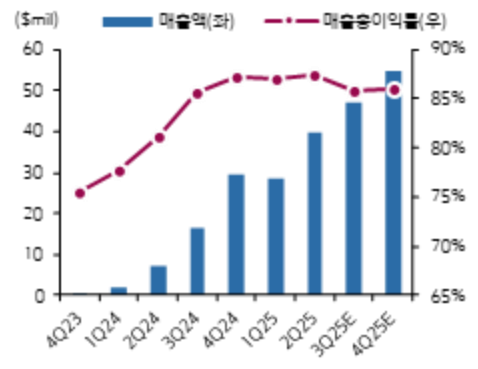
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 연간 실적 추이 및 전망



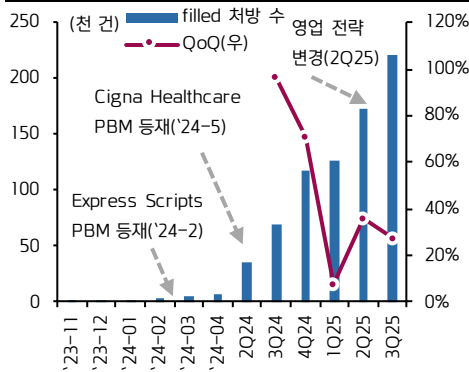
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
 자료: Bloomberg, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 분기 실적 추이 및 전망



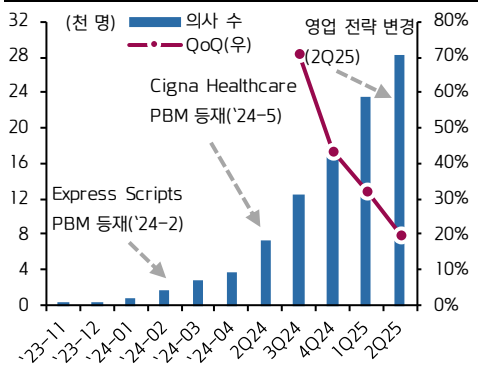
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
 자료: Bloomberg, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 분기 filled 미국 처방 추이



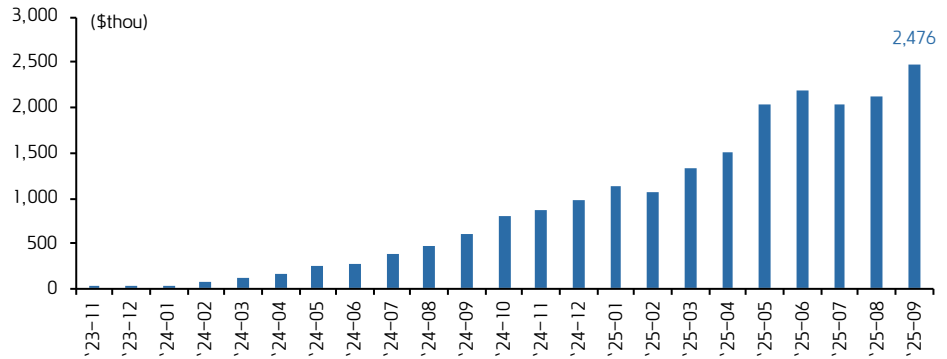
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 월간 누적 처방 제공자 수 추이



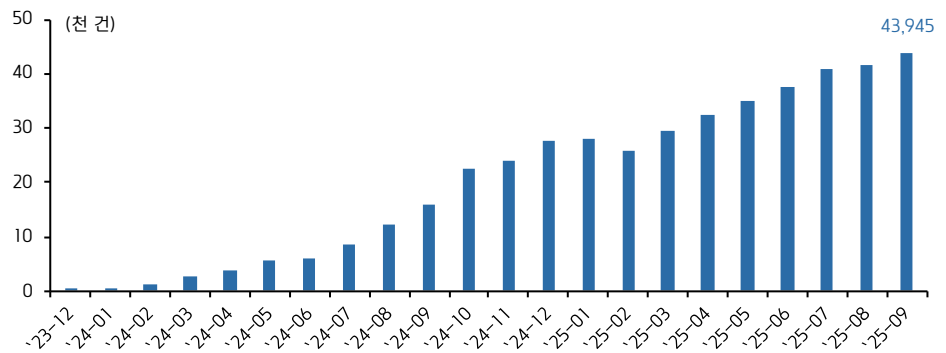
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 월간 미국 WAC 처방 데이터



자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 월간 미국 소매 처방 데이터



자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

미국 위식도 역류 질환 시장 환자 분류

위식도역류 질환 구분	미란성 식도염	비미란성 식도염
연간 환자 수	2,000 만 명	4,500 만 명
성인 환자 수	1,700 만 명	3,800 만 명
진단 받은 환자 수	900 만 명	1,900 만 명
<b>약 복용 중인 환자 수</b>	<b>700 만 명</b>	<b>1,500 만 명</b>

자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

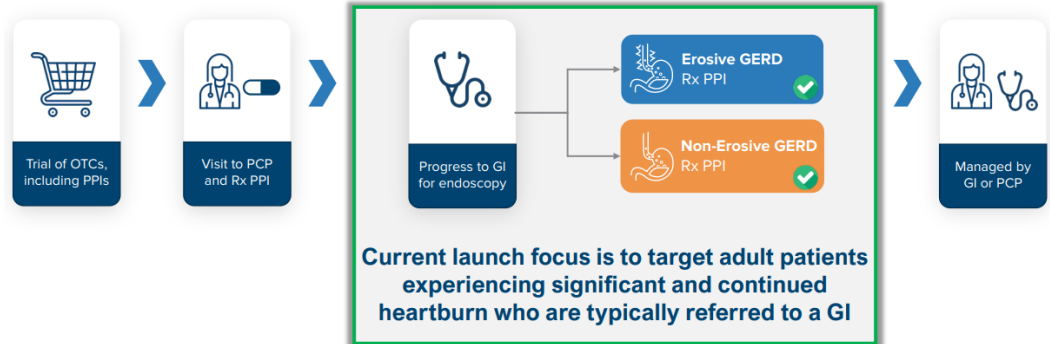
'Voquezna' 미국 용법

번호	적응증	투여 기간	1 일 투여량
1	미란성 위식도역류질환 (GERD: EE)	8 주	20mg 1 정씩 1 회
2	1 번에서 치료 후 유지요법	최대 6 개월	10mg 1 정씩 1 회
3	비미란성 위식도역류질환 (NERD)	4 주	10mg 1 정씩 1 회
4	헬리코박터파일로리 (H. pylori) 3 제 병용	14 일	20mg 1 정씩 2 회
5	헬리코박터파일로리 (H. pylori) 2 제 병용	14 일	20mg 1 정씩 3 회

주) 헬리코박터파일로리 적응증의 경우 1회 투여시 아목시실린 1g(2제 병용의 경우 제외), 클래리트로마이신 500mg(2제 병용의 경우 1,000mg)와의 병용 투여를 통해 제균요법 치료가 필요함  
 자료: FDA, 키움증권 리서치센터

일반적인 위식도 역류 질환 치료(일반의약품 PPI ▶ 전문 처방 PPI ▶ 전문의 방문 후 P-CAB)

**GERD patients with continued heartburn are typically referred to GIs then revert to their PCP for ongoing care**



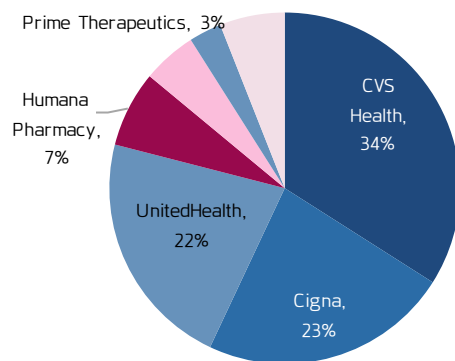
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 미국 관련 주요 연혁

시기	내용
2019-08	- 헬리코박터파일로리 대상 vonoprazan 병용 요법 FDA로부터 QIDP(인증된 감염병 치료제) 지정 획득
2022-05	- 'Voquezna Dual Pak', 'Voquezna Triple Pak' 헬리코박터파일로리 적응증 허가 획득
2023-01	- 'Voquezna' 비미란성 식도염 3상 'PHALCON-NERD-301' study 성공적인 탐라인 결과 발표
2023-11	- 'Voquezna' 미란성 식도염 적응증 허가 획득
2024-02	- 'Voquezna' 미란성 식도염 적응증 Express Scripts National Formularies 등재
2024-03	- 'Voquezna' D2C 마케팅 캠페인 시작
2024-05	- 'Voquezna' Cigna Healthcare Formulary 등재
2024-07	- 'Voquezna' 비미란성 식도염 적응증 허가 획득
2024-07	- 'Voquezna' CVS Caremark National Formularies 등재
2024-12	- 'Voquezna' Orange Book 특허 등재 정정 청원 제기 (250608 내로 FDA 회신 있을 예정)
2025-06	- 'Voquezna' Orange Book 특허 등재 정정 청원 승인 (320503 까지 독점권 연장 확정)

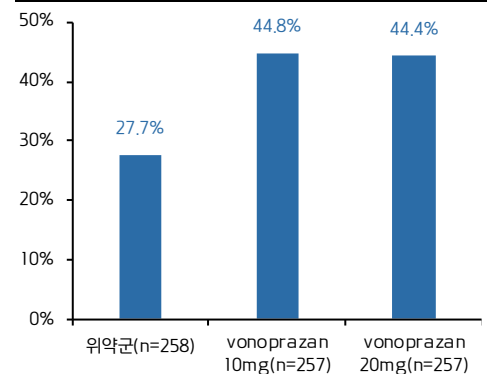
자료: sec.gov, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

미국 PBM 시장 점유율 현황(2023년)



주) 푸른 계열은 'Voquezna' 관련 보험 커버리지 개시한 보험사  
자료: Drug Channels, 키움증권 리서치센터

PHALCON-NERD-301 3상 주요 결과



주) 1차 평가지표는 4주 중 24시간 동안 속쓰림 없었던 날의 평균 비율  
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

PHALCON-NERD-301 3상 안전성 지표 결과

	위약군 (n=256)	vonoprazan 10mg(n=259)	vonoprazan 20mg(n=257)
복통	0.8%	1.5%	2.3%
변비	0.8%	2.3%	0.8%
설사	1.2%	2.3%	0.4%
메스꺼움	0.4%	2.3%	3.1%

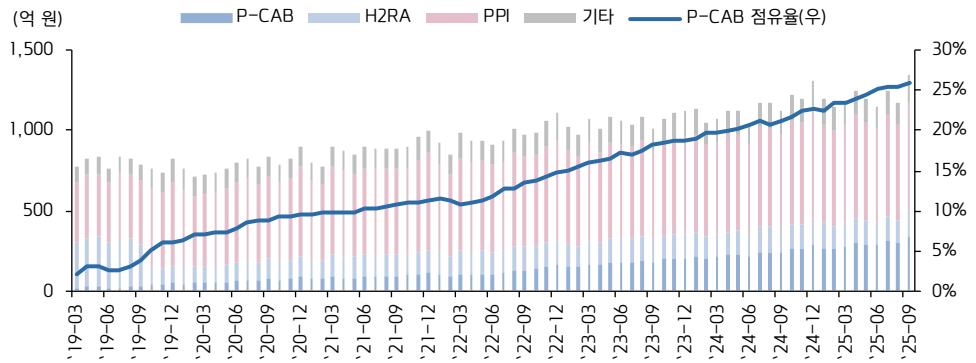
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

PHALCON-NERD-301 3상 안전성 지표 결과

	위약군→ vonoprazan 10mg (n=118)	위약군→ vonoprazan 20mg (n=121)	vonoprazan 10mg(n=248)	vonoprazan 20mg(n=236)
상기도감염	1.7%	0.8%	4.8%	2.1%
축농증	1.7%	1.7%	3.2%	1.3%
독감	3.4%	1.7%	2.0%	1.3%
요로감염증	1.7%	0.0%	2.0%	2.5%
비인두염	1.7%	0.0%	0.0%	2.1%
위장염	1.7%	0.8%	0.4%	2.1%
메스꺼움	0.8%	0.8%	1.2%	2.1%

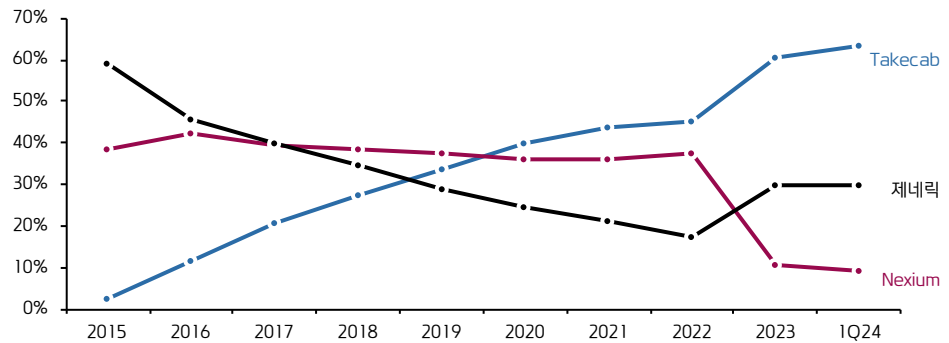
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

국내 월별 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터

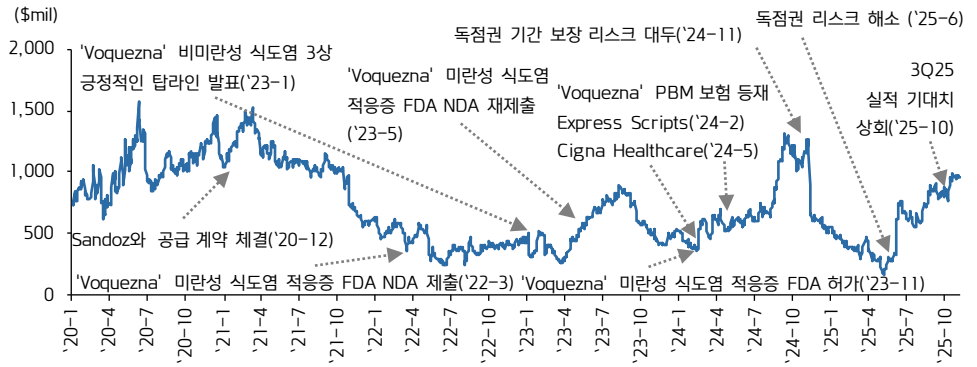
일본 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



주) 매출액 기준

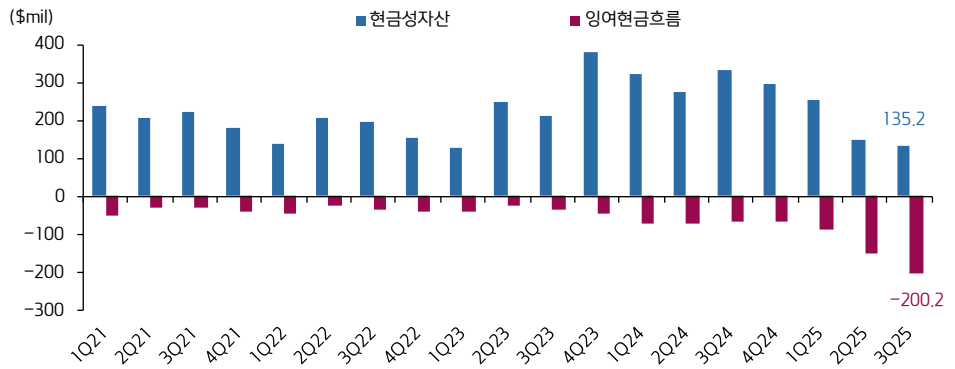
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharmaceuticals 시가총액 추이 분석



자료: Phathom Pharmaceuticals, 언론보도, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharmaceuticals 분기별 현금성자산, 잉여현금흐름 추이



자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 성분 독점권 기간

제품명	성분	명시된 독점권 보장 기간	NDA 번호
Voquezna	vonoprazan fumarate (10mg)	2032-05-03	N215151
Voquezna	vonoprazan fumarate (20mg)	2032-05-03	N215151
Voquezna Triple Pak	vonoprazan fumarate, amoxicillin, clarithromycin	2032-05-03	N215152
Voquezna Dual Pak	vonoprazan fumarate, amoxicillin	2032-05-03	N215153

자료: FDA, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 물질 특허 및 독점권 타임라인(변경 전)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NCE 독점권	5 월			5 월				
물질 특허				8 월	4 월			
제형 특허				8 월				

주) 푸른색은 확정된 기간, 붉은색은 회사가 연장을 추진하고 있는 기간  
 주2) 물질 특허 번호 7,977,488, 제형 특허 번호 9,186,411  
 자료: Phathom Pharmaceuticals, FDA, USPTO, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 물질 특허 및 독점권 타임라인(변경 후)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NCE 독점권	5 월							
물질 특허				8 월	4 월			
제형 특허				8 월				

주) 푸른색은 확정된 기간, 붉은색은 회사가 연장을 추진하고 있는 기간  
 주2) 물질 특허 번호 7,977,488, 제형 특허 번호 9,186,411  
 자료: Phathom Pharmaceuticals, FDA, USPTO, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharmaceuticals 가 FDA 에 보낸 청원 중 결론 부분: “즉시 `32년 5월 3일로 수정할 것”

**CONCLUSION**

For the reasons set forth above, Phathom respectfully requests that FDA take the following action:

Correct the Orange Book to accurately reflect the statutorily-required 10-year period of NCEE on the VOQUEZNA Orange Book listings, with an expiry date of May 3, 2032.

자료: regulations.gov, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharmaceuticals '25년 4월 이후 내부자 매수 공시 정리

매수기간 시작일	매수기간 종료일	공시자명	사내 직위	기간 내 매수 금액	매수 주식 수 (주)	잔여 보유 주식 수 (주)
9/25	9/25	Steven Basta	대표이사(CEO)	\$0	90,000	90,000
5/09	6/03	James N. Topper	기업 경영 파트너	\$191,988	69,903	42,596
10/06	10/06	Sanjeev Narula	최고 재무 및 사업 책임자 (CFO, CBO)	\$0	144,000	144,000
6/03	6/03	Mark Stenhouse	이사(Director)	\$0	10,500	30,000
6/03	6/03	Michael F. Cola	이사(Director)	\$0	10,500	39,798
6/03	6/03	Frank Karbe	이사(Director)	\$0	10,500	67,500
6/03	6/03	Heidi Fields	이사(Director)	\$0	10,500	30,000
5/06	6/03	Asit Parikh	이사(Director)	\$24,985	20,500	113,500
4/16	4/16	Theodore R. Schroeder	이사(Director)	\$0	21,000	21,000

주) 매수 금액이 \$0인 사람은 주식매수선택권(stock option)을 행사한 것  
 자료: sec.gov, 키움증권 리서치센터

<주요 Q&A>

4Q25에 처방 수는 늘겠지만  
영업 조직 개편으로 상쇄될 것

Q. 처방전 증가 추이가 4Q25 에 둔화될지?

A. 소화기내과에서 처방 수가 늘어나는 긍정적 모멘텀과 4Q25 에 영업 조직을 전환하고 있다는 부정적 소식이 교차하고 있음. 두 변수가 상쇄될 것이며 가이던스는 확실하게 제시할 정도로 수치를 조정할 것.

매출액 증진에 도움되지 않는  
비용을 줄인 것으로 판단함

Q. 현재 비용 조절 강력하게 진행 중, 광고비를 삭감하면서 1Q26~2Q26 에 수요가 둔화될 가능성은 없는지?

A. 애초에 매출액을 늘리기 어려운 비용을 줄이는 것이기에 수요 둔화로 이어지지 않는다고 판단함.

'26년까지는 소화기내과  
전문의들 위주로 영업력의  
70%를 할애할 예정

Q. 침투 초기에 PCP(Primary Care Physicians: 1 차 진료 제공자)들을 공략하며 좋은 성과를 거두었음. 이전에 처방의 30%가 PCP 로부터 나왔는데, 다수의 PCP 가 조금씩 처방한 것일지, 아니면 소수의 PCP 가 대량 처방한 것일지?

A. 꾸준히 PCP 영업도 진행하고 있음. 영업 전략을 바꾸고 나서 영업 명단에서 제외한 PCP 들은 아직 동사 제품 처방전을 발행하지 않은 분들이었음. 고로 처방 이력이 있는 의사들은 여전히 전화나 대면 영업을 진행하고 있음.

동사가 주안점을 두고 있는 부분은 소화기내과(GI) 전문의들이고, 영업력의 70%를 여기에 할애할 예정임. 향후 수년 간 GI 시장에 침투한 후에 PCP 분야로 어떻게 확장할지를 고민할 것. '26년까지는 확실하게 GI 시장에 집중하고, 동사 제품을 처방하는 PCP 들도 같이 커버할 계획이 있음.

처방은 흑묘백묘,  
매출액만 늘려주면 그만이다

Q. 처방전 중 Medicare 보험 커버와 비급여 현금 결제 비중이 어느 곳으로 쏠리게 될지?

A. 해당 비중을 동사가 의도적으로 바꾸려고 하지 않음. 동사가 원하는 것은 처방 수가 늘어나는 것임. 두 카테고리 모두 성장할 것이고, 비율이 30%든 35%든 크게 신경 쓰고 있지 않음. 두 종류가 서로를 대체하는 관계가 아니기 때문.

참고로 현재 매출액의 주요 성장 요인은 보험 커버리지 처방전 수 증가이긴 함.

회사 내부 모델에 수치가 있으나 외부 공개 X

Q. 기존 처방을 진행하던 의사가 반복 처방을 늘리는 추이가 관찰되고 있을지?

A. 제품 시험 사용 ▶ 분기별 수회 제품 처방 ▶ 신규 처방 시작 ▶ 매주 제품 처방 ▶ 진료 핵심 단계 진입으로 시장에 침투하는 것이 동사의 목표임. 내부적으로 추적 관찰하고 있으나 지표를 시장에 공개하지는 않고 있음.

출시 후 12개월 간 환자들이 1년에 6~7건의 처방전을 받아감

Q. 위 식도 역류 질환 환자 중 비미란성(NERD) 환자군과 미란성(GERD = EE) 비중은 어느 정도로 동사 제품을 찾고 있을지? 현재 진행 중인 치료 기간은 어느 정도로 길게 보면 될지?

A. 소화기내과(GI) 전문의를 찾는 사람은 이미 1차 진료 제공자(PCP)와 많은 상담을 나누었을 가능성이 높음. 이미 PPI 복용을 시작하고, 용량을 늘리거나 다른 제산제를 복용 추가했을 가능성이 높음. 그럼에도 증상이 개선되지 않았을 때 GI 로 환자가 전원되는 경우가 많음. 근본적으로 다른 치료제를 처방해야 할 필요성이 커지고, 이는 결국 vonoprazan 처방으로 이어질 수 있음.

비미란성(NERD)과 미란성(GERD = EE) 환자군 비중 차이는 명확하게 되지 않음. 속 쓰림이 심각한 환자에게 어떠한 적응증이든 20mg 을 처방할 수 있기 때문.

출시 후 12 개월 간은 환자들이 1 년에 6~7 건의 처방전을 받는 것이 확인된 바 있음. 시간이 지나면서 유의미한 변화가 있는 관찰하고 있음.

비용 투자할 수 있으나 지속 가능한 수준으로 꾸준히 줄일 예정

Q. '26년 non-GAAP 영업 흑자 전환 자신감을 내비치셨는데 이전보다 더 가능성이 높아졌다고 봐도 될지?

A. 맞음. 5 월부터 전략을 변경하고 실행하였는데, 외형은 성장하고 있고 비용은 경영진들이 조절하는 대로 전략이 잘 통하고 있음. 재량에 따라 특정 영역에 투자를 통해 비용을 집행할 수 있겠지만, 지속 가능한 수준으로 꾸준히 낮출 예정.

30년 넘은 습관을 바꾸기에는 물리적 시간이 필요함

Q. vonoprazan 이 좋은데도 의사들이 처방을 많이 하지 않는 이유는?

A. 환자가 찾아오면 PPI 를 처방하는 것이 30 년 간 습관으로 자리 잡았기 때문. 가장 편안하고 안전하면서도 환자를 치료할 수 있는 방안이 PPI 였기에 이를 바꾸려면 물리적인 시간이 필요하다고 판단함.

GTN 할인율 큰 변동 X

Q. GTN 비율이 50%로 더 떨어질 수도 있을지?

A. 큰 변화가 있을 것이라고 생각하지 않음. 가격 인상을 할 수도 있고, 정부 관련 리베이트도 신경 써야 함. 회사가 커지면서 여러 이슈들을 재협상할 여지가 있기에 현재로서 선불리 말씀드리기는 어려움.

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.