



2026. 3. 3.

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

Phathom Pharmaceuticals (PHAT.US)

이번엔 패섬이 돈 벌 차례다

- P-CAB 치료제를 팔기 위해 Takeda가 설립한 JV 회사로, 보유 제품은 'Voquezna'
- 경영진 교체, 전략 변경, 1.3억 달러 유상증자 등으로 재무 건전성 확보 성공
- 3Q26부터 분기 영업이익 흑자 전환, 결국 '26년 연간 흑자전환 목표 선언

재무가 건전해지고 있다

4Q25 실적은 **매출액 5,760 만 달러(약 826 원, YoY +94.2%, QoQ +16.4%; 컨센서스 부합), 매출총이익 5,000 만 달러(약 717 억 원, YoY +93.3%, QoQ +15.5%, 매출총이익률 86.8%; 컨센서스 대비 부합), 영업이익 -590 만 달러(약 -85 억 원, YoY 적지, QoQ 적지, 영업이익률 -10.2%; 컨센서스 대비 6 백만 달러 상회), 순이익 2,110 만 달러(약 -302 억 원, YoY 적지, QoQ 적지, 순이익률 -36.6%; 컨센서스 대비 3,431 만 달러 상회)**을 기록했다.

'25년 5월부터 경영진 교체에 따른 전략 변경이 있었고, 외형 성장 추구하고 동시에 비용을 절감하는 데에 성공했다. '26년 1월에 1.3억 달러 규모의 유상증자를 진행하며 현금성자산 보유량을 2.6억 달러로 크게 늘렸다. 해당 자금으로 재무 건전성을 확보하며 부채 총량 감축, 이자율 하향 조정(12.0% ▶ 9.9%), 이자 비용 의무사항 감소 등의 유의미한 결과물을 만들었다. 이에 더해 4Q25 순현금 사용량(net cash usage)은 겨우 500만 달러로 줄이며 현금흐름 개선도 일궈냈다.

점점 늘어나는 처방, ASP 상승까지 기대되는 믹스 개선

처리된 처방 건수(filled prescriptions): 4Q25 273,000 건(QoQ +23.5%)을 기록했다. 보험 커버리지 처방은 174,000 건(QoQ +20.8%), 비급여 현금 처방은 77,000 건(QoQ +28.6%)으로 분류된다. 이익률이 상대적으로 더 높은 비급여 부분의 비중이 1Q25 29.1% ▶ 2Q25 32.4% ▶ 3Q25 34.8% ▶ 4Q25 36.3%로 꾸준히 증가하고 있다. **vonoprazan 소매 처방 '25년 12월 데이터는 54,539 건(YoY +97.3%, MoM +19.1%)**으로 역대 최고치를 경신했다.

빠른 외형 성장과 비용 절감, 마침내 영업이익 흑자전환 목표

'26년 연간 가이드는 **매출액 3.2~3.5억 달러(YoY +83.0%), GTN 할인율 55~59%, 전사 매출총이익률 80%, 주식 보상 비용 제외 영업비용 2.4~2.5억 달러, 주식 보상 비용 제외 3Q26 및 '26년 연간 영업이익 흑자 전환**을 목표로 삼았다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26. 2. 26.): \$13.56

목표주가 컨센서스: \$23.50

▶ 투자 의견 컨센서스



Stock Data

산업분류	제약
S&P 500 (2/26)	6,908.86
현재주가/목표주가	13.56 / 23.5
52주 최고/최저 (\$)	18.31 / 2.21
시가총액 (백만 \$)	1,057
유통주식 수 (백만 주)	61
일평균거래량 (3M)	1,075,571

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	55	175	325	520
영업이익	-277	-160	1	161
OPM(%)	-502.2	-91.4	0.2	30.9
순이익	-334	-221	-48	103
EPS	-5.3	-3.0	-0.9	0.9
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	N/A	N/A	N/A	14.8
PBR(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	0.0	NULL	0.0	0.0

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-18.3	-3.6	7.8	134.2
S&P Index	1.5	0.4	7.9	16.6



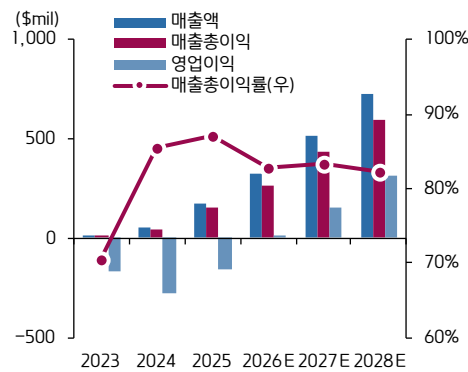
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Phathom Pharma 연간 실적 추이 및 전망

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	0.0	0.7	55.3	175.1	325.9	519.2	728.0
매출원가	0.0	0.2	8.0	22.6	56.3	86.7	128.4
매출총이익	0.0	0.5	47.3	152.5	269.6	432.5	599.6
매출총이익률	#DIV/0!	70.6%	85.5%	87.1%	82.7%	83.3%	82.4%
판매비	172.4	167.8	324.8	312.5	266.7	279.3	287.4
연구개발비	71.4	49.9	34.1	32.8	35.5	35.6	33.6
마케팅비	101.0	117.9	290.7	279.7	231.2	243.7	253.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-172.4	-167.3	-277.5	-160.0	2.9	153.2	312.2
영업이익률	#DIV/0!	-24605.9%	-502.3%	-91.4%	0.9%	29.5%	42.9%
순이익	-197.7	-201.6	-334.3	-221.2	-43.6	113.2	289.8
조정 순이익	-197.7	-129.7	-262.3	-150.5	-21.0	122.1	286.5
매출총이익률(우)	N/A	70.6%	85.5%	87.1%	82.7%	83.3%	82.4%
영업이익률	N/A	-24605.9%	-502.3%	-91.4%	0.9%	29.5%	42.9%
순이익률	N/A	-29647.1%	-605.0%	-126.3%	-13.4%	21.8%	39.8%
조정 순이익률	N/A	-19075.4%	-474.8%	-86.0%	-6.4%	23.5%	39.4%
매출액 YoY		#DIV/0!	8025.3%	216.9%	86.1%	59.3%	40.2%
매출총이익 YoY		#DIV/0!	9744.2%	222.7%	76.8%	60.4%	38.6%
영업이익 YoY		-2.9%	65.9%	-42.4%	-101.8%	5182.8%	103.8%
순이익 YoY	37.4%	2.0%	65.8%	-42.6%	-86.0%	-681.4%	134.6%
조정 순이익 YoY	37.4%	-34.4%	102.2%	-42.6%	-86.0%	-681.4%	134.6%

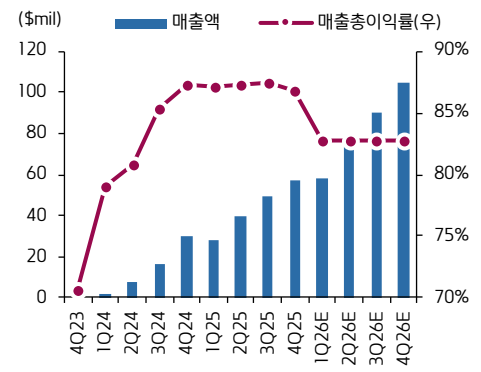
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 연간 실적 추이 및 전망



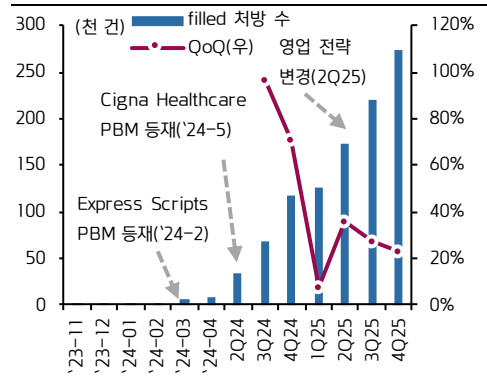
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: Bloomberg, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 분기 실적 추이 및 전망



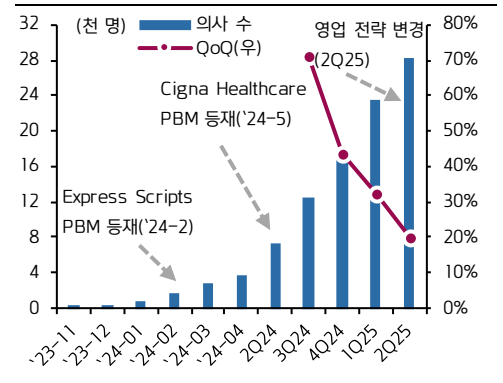
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: Bloomberg, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 분기 filled 미국 처방 추이



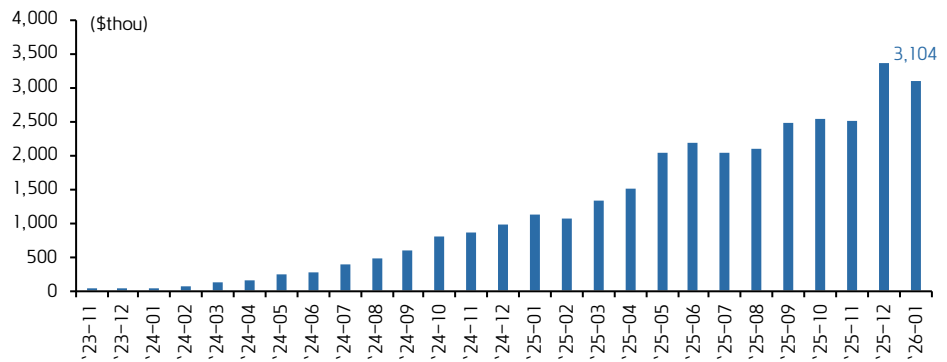
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 월간 누적 처방 제공자 수 추이



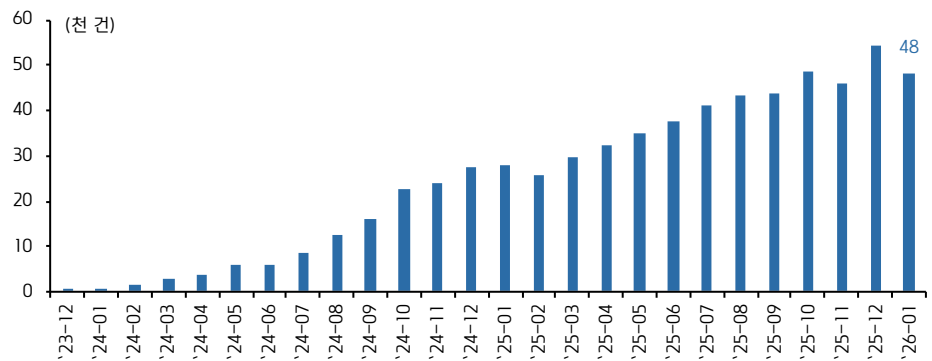
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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
약 복용 중인 환자 수	700 만 명	1,500 만 명

자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

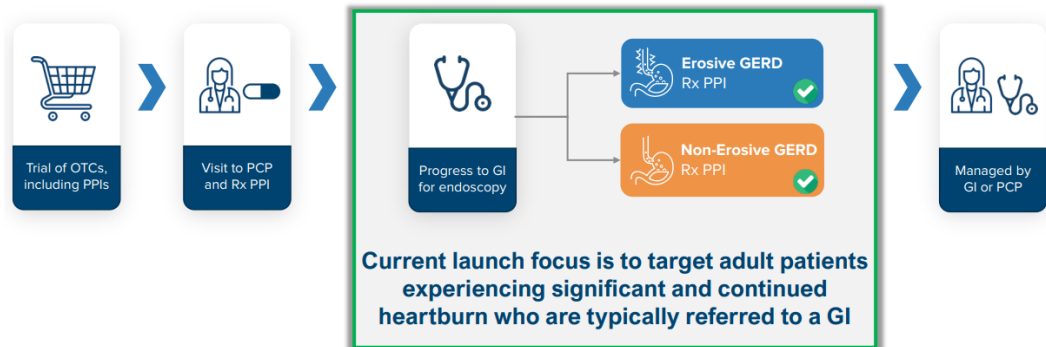
‘Voquezna’ 미국 용법

번호	적응증	투여 기간	1일 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 아목사실린 1g(2제 병용의 경우 제외), 클라리트로마이신 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



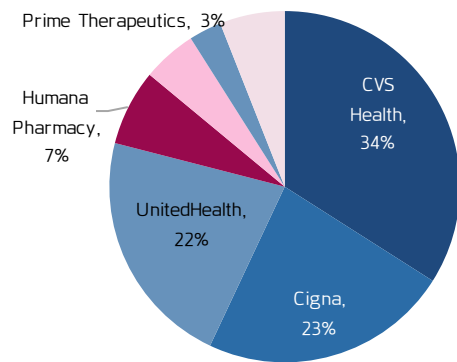
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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)

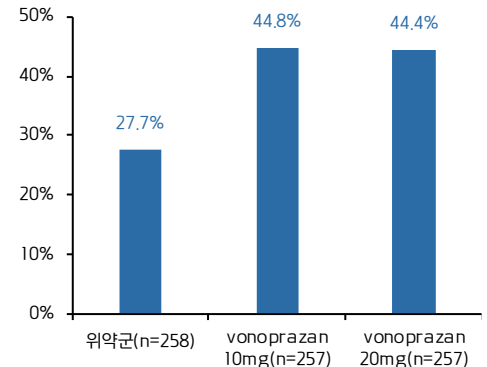
자료: sec.gov, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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%

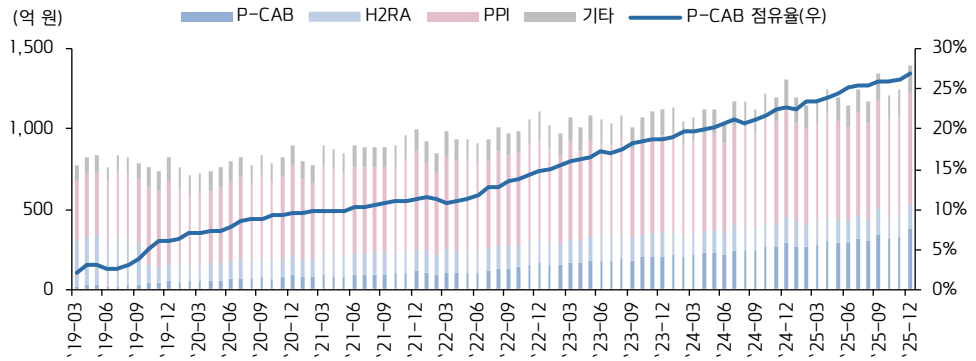
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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%
속쓰림	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%

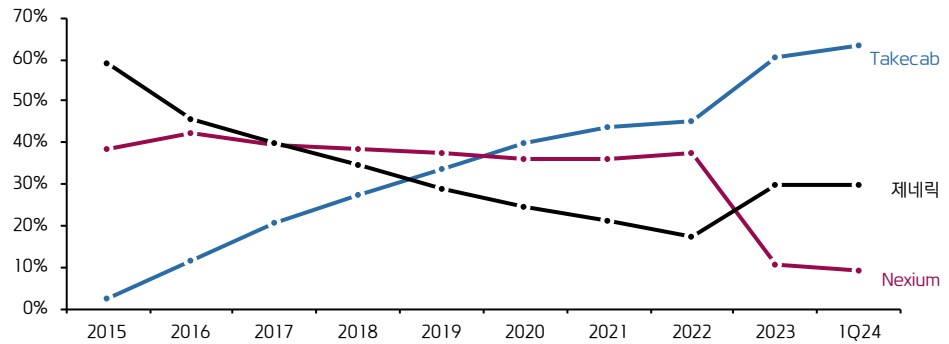
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

국내 월별 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터

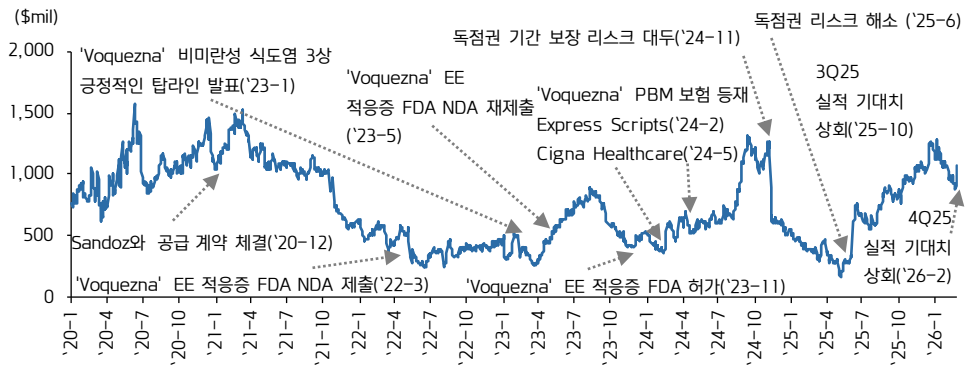
일본 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



주) 매출액 기준

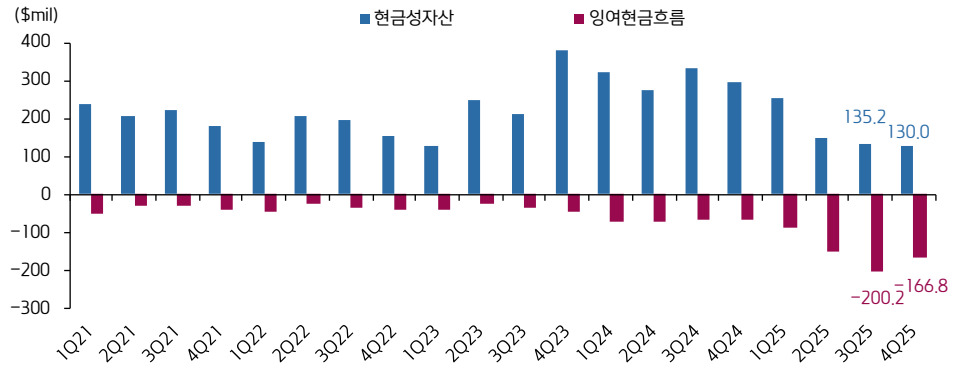
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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	5월							5월
물질 특허				8월	4월			
제형 특허	8월							

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	5월							
물질 특허				8월	4월			
제형 특허	8월							

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)
25-09-25	26-02-10	Steven Basta	대표이사(CEO)	\$0	12,362	379,592
25-05-09	25-06-03	James N. Topper	기업 경영 파트너	\$191,988	69,903	42,596
25-10-06	26-01-02	Sanjeev Narula	최고 재무 및 사업 책임자 (CFO, CBO)	\$0	82,715	226,715
25-12-17	26-02-10	Anne Marie Cook	최고 법무 책임자 (CLO)	\$0	3,461	90,195
25-06-03	25-06-03	Mark Stenhouse	이사(Director)	\$0	10,500	30,000
25-06-03	25-06-03	Michael F. Cola	이사(Director)	\$0	10,500	39,798
25-06-03	25-06-03	Frank Karbe	이사(Director)	\$0	10,500	67,500
25-06-03	25-06-03	Heidi Fields	이사(Director)	\$0	10,500	30,000
25-05-06	26-01-23	Asit Parikh	이사(Director)	\$205,235	118,500	80,500
25-04-16	25-04-16	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>

상위 처방자들의 PPI ▶
P-CAB 전환을 평균 20%
넘어선 상황으로
Peak sales 1.3조 원 이상
노릴 수 있는 체급 완성

Q. 새로운 영업 전략을 펼치고 나서 소화기과 전문의들의 PPI ▶ P-CAB 제제 처방 전환 추세 늘어나고 있을지?

A. 신규 고객이 처방을 전환하는 건에서든, 기존 고객이 vonoprazan 처방을 확대하든 건에서든 긍정적인 신호 보이는 중. 웬만한 소화기과 의사들은 이미 vonoprazan 처방을 1 회 이상 해본 적이 있음. 침투는 꽤나 진행되었기에 현재 영업 대표들과 나누는 이야기의 주제는 대부분 “처방 빈도(writing frequency)를 어떻게 올릴까”가 되었음.

’25 년 여름 상위 카테고리에 속한 의사 고객 수는 400~500 명에 불과했으나, 현재는 2,000 명이 넘는 숫자로 커졌음. 소화기과 전반적으로 채택률이 커지는 중.

상위 처방자들의 기존 PPI 물량 중 vonoprazan 으로 전환된 비중 평균 20%를 넘어선 상황. 이는 잠재적 매출액 \$1B(약 1.3 조 원) 달성 가능하게 되는 수치임.

1분기는 계절적 비수기 +
겨울 폭풍 등으로 4개분기 중
가장 저조한 분기가 될 전망

Q. 1Q26 은 영업 인력 확대에 따른 QoQ 성장이 가능할지, 아니면 현재 기상 악화로 인해 환자들이 병원과 약국을 덜 방문하여 역성장이 나올지?

A. 전형적으로 1 분기는 비수기이기도 하고, 겨울 폭풍 등으로 인해 국민들이 야외 활동을 하기 힘든 일시적 변수도 영향 받고 있음.

새로 채용한 영업 인력들
준비 80% 완료되어
3월부터 본격 영업 개시 예정

작년 가을부터 채용하기 시작한 영업 인력들은 1-2 월에 교육 과정을 거쳐 3 월부터 본격 활동을 개시할 것. 영업 조직이 완전 효율적으로 가동되기까지 80% 정도 준비가 완료된 상황.

P-CAB 경쟁 제품 출시되면
인지도 개선에 도움되어
오히려 긍정적,
또한 해당 조건 하에서는
시장 침투 가장 빨랐던
동사가 가장 큰 수혜 볼 것

Q. 미란성 식도염과 비미란성 식도염 질환에서 후기 임상 개발 중인 비상장사가 있는데, 잠재적 경쟁자들과 그 사이에서 동사의 선도적인 입지를 어떻게 유지시킬 수 있을지?

A. 아마도 Sebelo Pharmaceuticals 를 말씀하신 듯하고, 해당 회사 말고도 출시까지 몇 년 더 걸리는 다른 P-CAB 제품들도 개발 진행 중인 것으로 알고 있음. ’27 년 초쯤 Sebelo Pharmaceuticals 의 제품이 미국 FDA 승인을 받을 수 있겠으나, 정확한 시점이나 변수에 대해서는 동사도 예측하기 어려움.

동사가 생각하는 주요 포인트는 2 번째 P-CAB 제품이 시장에 상업화 런칭을 하면 어떻게 판도가 바뀔까임. 단순히 두 제품이 경쟁하는 것으로도 볼 수 있으나, 다른 관점에서 보면 PPI 처방 시장을 가져오는 것이기에 파이를 키워가는 것이 적절하다고 할 수 있음. PPI 는 연간 1.1 억 건 처방되고 있고, 동사는 출시 이후 110 만 건의 처방 건수를 기록했으니 겨우 1%에 해당하는 수치임.

경쟁사가 들어온다고 동사 처방 건수를 빼앗아가는 형태가 아닐 것이라는 뜻. PPI 가

아니라 P-CAB 으로의 인식 개선이 될 수 있음. 인지도가 높아지면 결국 시장에 먼저 진입한 동사가 가장 큰 수혜를 볼 수 있을 것.

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 사용될 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.