



Phathom Pharmaceuticals (PHAT.US)

그 많던 약재는 누가 다 먹었을까, 약점이 모두 호재로

- P-CAB 치료제를 팔기 위해 Takeda가 설립한 JV 회사로, 보유 제품은 'Voquezna'
- 시장 기대치 +8.8% 상회한 2Q25 매출액 \$39.5M 기록, 적자폭도 꾸준히 축소 중
- 독점권 이슈 해결, 전략 변경으로 영업세 강화, 우수한 가이던스 제시로 좋은 상황

외형도 좋아지고, 비용 조절도 잘 되고

2Q25 실적은 매출액 \$39.5M(약 549 억 원, YoY +439.3%, QoQ +38.5%), 매출총이익 \$34.5M(약 480 억 원, YoY +480.0%, QoQ +39.1%, 매출총이익률 87.3%), 영업이익 -\$59.9M(약 -833 억 원, YoY 적지, QoQ 적지, 영업이익률 -151.6%), 순이익 -\$75.8M(약 -1,054 억 원, YoY 적지, QoQ 적지, 순이익률 -191.9%)을 기록했다. 시장 기대치는 매출액 \$36.3M, 매출총이익률 84.8%로, 각각 +8.8%, 2.5%p 상회했다. 영업이익도 영업 조직 구조조정, 마케팅 예산 감축 등을 통해 하며 적자폭을 \$19M(약 264 억 원)만큼 줄였다.

바위처럼 단단하게 늘어나는 처방 건수

처리된 처방 건수(filled prescriptions): 2Q25 173,000 건(QoQ +36.2%)을 기록했다. 1Q25 QoQ +7.6%로 부진한 모습이 있었으나 성장세가 회복되었다.

누적 처방 제공사: 2Q25 28,300 명(QoQ +19.9%)을 기록했다. 점점 더 많은 의료진들이 위식도 역류 질환 환자들에게 P-CAB 계열인 'Voquezna'를 처방할 수 있게끔 저변이 마련되고 있다.

Symphony Health 에 의하면, vonoprazan 소매 처방 '25 년 7 월 데이터는 40,996 건(YoY +375.2%, MoM +8.3%)으로 역대 최고치를 경신했다. 5 개월 연속 전월 대비 상승세를 이어오고 있어 호조세가 앞으로 이어질 것으로 예상해볼 수 있다. 사보험 중 82%에서 'Voquezna'를 커버하고 있고, 처방 받은 환자의 68%는 지역 소매 및 온라인 약국을 통해 원활하게 약을 수령하고 있어 공급이 원활한 상태다.

시장 기대치 상회하는 연간 매출액 가이던스 제시

'25 년 연간 매출액 가이던스를 \$165~175M(YoY +207.4% 수준)으로 제시(vs. 시장 기대치 \$160M 상회)하였다. 영업비용은 3Q25 \$60M 이하, 4Q25 \$55M 이하로 사용하겠다고 밝혀 적자폭 개선도 지속 가능하다. 2Q25 말 기준 현금성자산 \$149.6M(약 2,080 억 원)을 보유하고 있고, '26 년 흑자전환 가능성이 높은 상황이기에 추가 자금조달이 필요 없다는 경영진의 언급이 있었다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 8. 8): \$9.74

목표주가 컨센서스: \$20.50

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
88%	13%

Stock Data

산업분류	제약
S&P 500 (8/8)	6,389.45
현재주가/목표주가 (\$)	9.74 / 20.50
52주 최고/최저 (\$)	19.71 / 2.21
시가총액 (백만 \$)	691
유통주식 수 (백만 주)	56
일평균거래량 (3M)	2,516,418

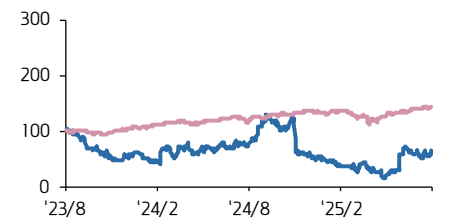
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1	55	166	329
영업이익	-167	-277	-183	-3
OPM(%)	-24,532	-502.2	-110.5	-0.9
순이익	-202	-334	-253	-64
EPS	-3.9	-5.3	-3.4	-0.8
증가율(%)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	NULL	NULL	-	-
ROE(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

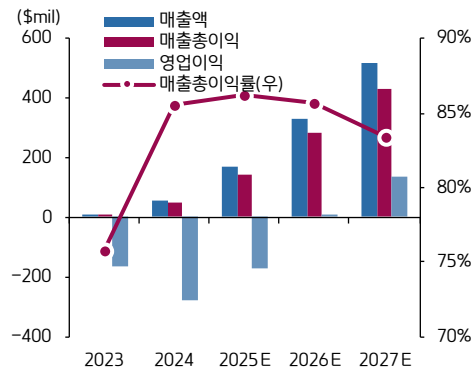
주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	20.0	8.0	70.6	-17.1
S&P Index	8.6	2.6	6.0	20.1

('23.8.9=100) — 패섬 파마슈티컬스 — S&P 500



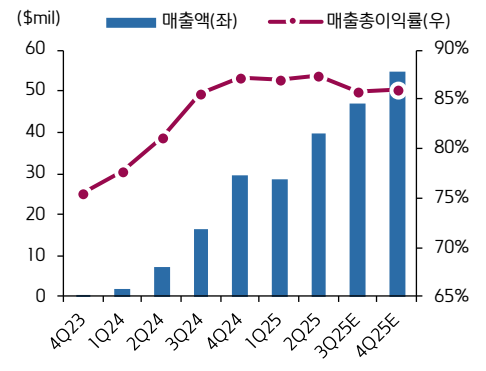
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Phathom Pharma 연간 실적 추이 및 전망



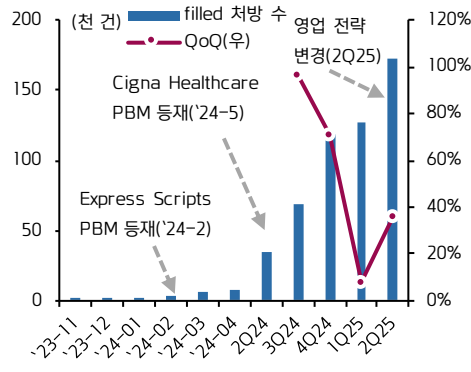
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 분기 실적 추이 및 전망



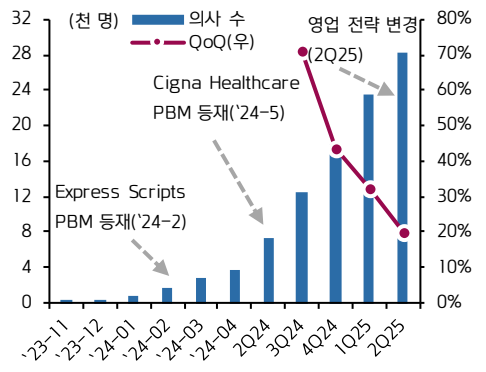
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 월간 filled 미국 처방 추이



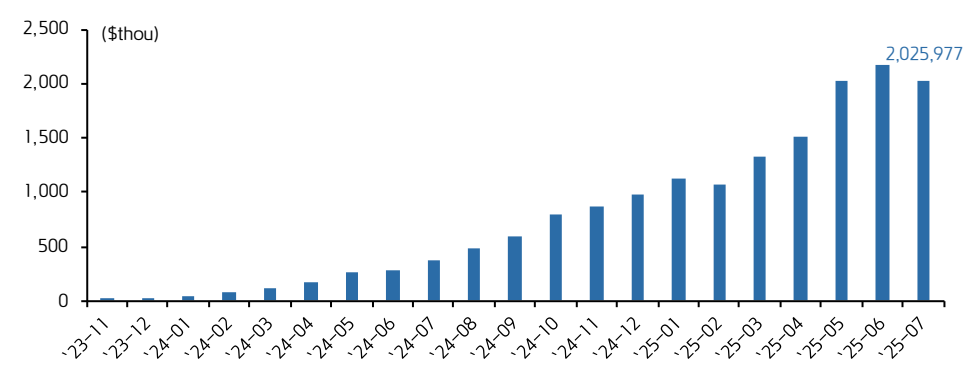
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Vonoprazan 월간 누적 처방 제공자 수 추이



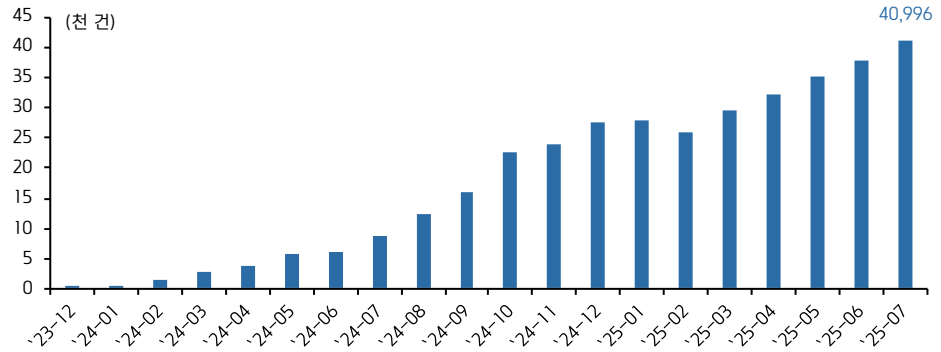
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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	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

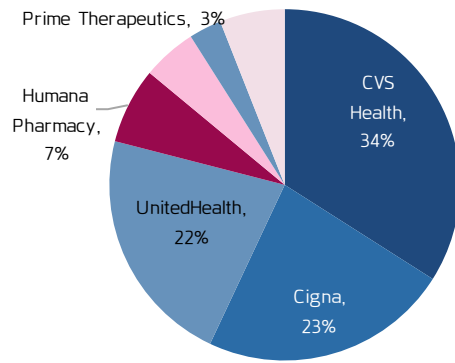
주) 헬리코박터파일로리 적응증의 경우 1회 투여시 아목시실린 1g(2제 병용의 경우 제외), 클라리트로마이신 500mg(2제 병용의 경우 1,000mg)와의 병용 투여를 통해 제균요법 치료가 필요함
 자료: FDA, 키움증권 리서치센터

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 3 상 'PHALCON-NERD-301' study 성공적인 타라인 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)

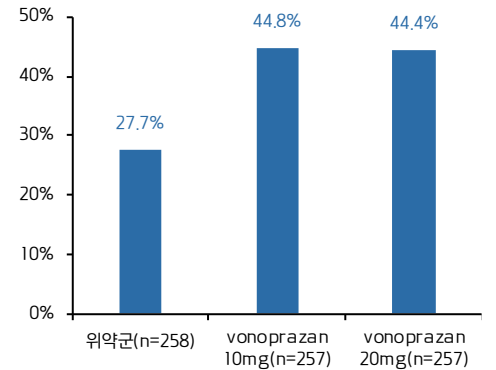
자료: sec.gov, Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

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

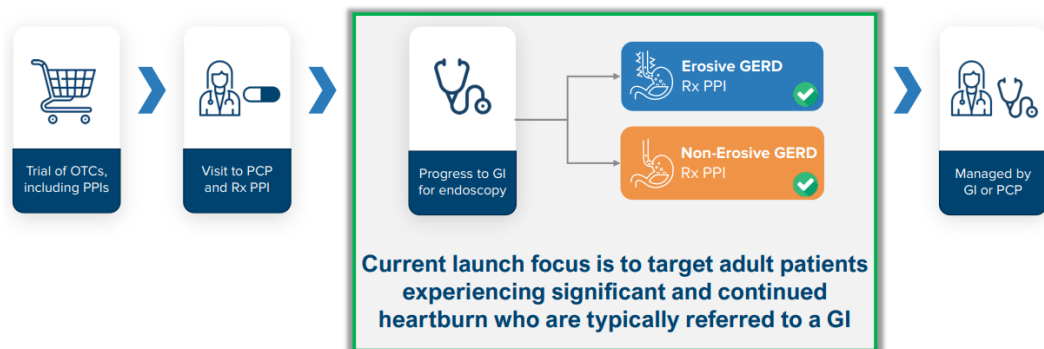
PHALCON-NERD-301 3상 안전성 지표 결과

	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%
속농증	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

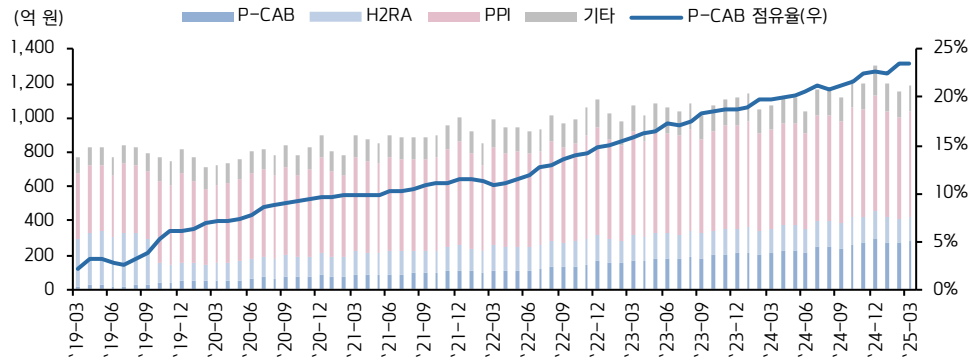
일반적인 위식도 역류 질환 치료(일반의약품 PPI ▶ 전문 처방 PPI ▶ 전문의 방문 후 P-CAB)

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



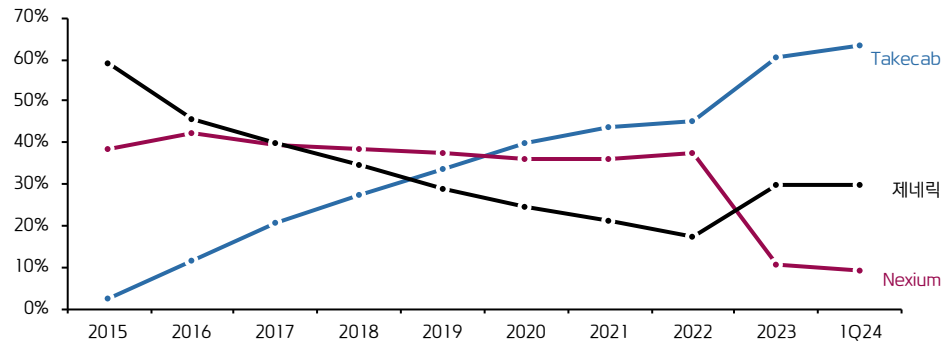
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

국내 월별 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터

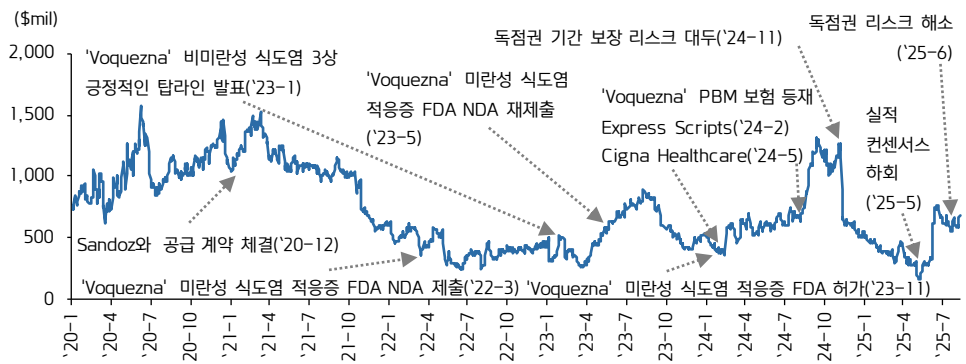
일본 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



주) 매출액 기준

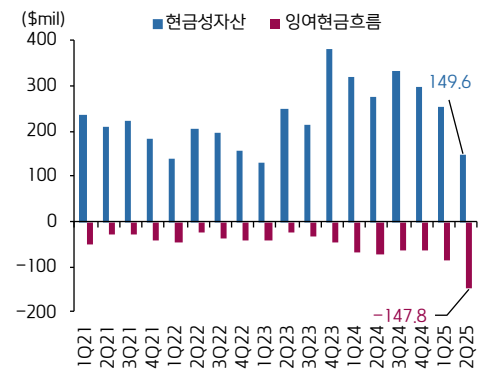
자료: Phathom Pharmaceuticals, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharmaceuticals 시가총액 추이 분석



자료: Phathom Pharmaceuticals, 언론보도, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 현금성자산, FCF 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 ’32 년 5 월 3 일로 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 '25 년 4 월 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)
5/09	6/03	James N. Topper	기업 경영 파트너	\$191,988	69,903	42,596
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〉

환자 영업, 바이럴 마케팅 등
통해 처방 늘리는 중,
현재 M/S 4% 이하 수준
→ 빠른 확대 전망 중

Q. 처방 증가세 주요 이유와 현재 시장 점유율은 어느 정도일지?

A. 위장학 전문의(GI) 대상 환자 영업, 바이럴 마케팅 확대, 디지털 KOL 확보 등을 통해 처방 확장세 이어지고 있다고 판단함. 현재 전체 위식도 역류 질환(GERD) 시장에서 동사의 점유율은 한자릿수 초반(3~4%) 수준이지만 빠른 속도로 확대할 수 있다고 보는 중.

PCP보다 월별 처방 건수가
2배 많은 GI들 대상으로
영업 집중할 예정

위장학 전문의(GI)들은 PCP(Primary Care Provider; 1차 의료 제공자)들보다 월별 처방 건수가 평균적으로 2배 이상 많은 상황. GI들을 대상으로 영업하는 것이 PCP들을 대하는 것보다 훨씬 효율적임. 7월부터 대부분의 GI를 영업 목록에 포함시켰고, 아직 'Voquezna' 처방을 시작하지 않은 PCP를 2만 명 넘게 명단에서 제외시켜 선택과 집중을 하는 중. 단계적으로 GI영업을 먼저 성공시키고 난 후에 PCP채택을 크게 늘릴 수 있는 시기가 오면 영업 전략을 유연하게 가져갈 것.

영업 전략 바꾼 효과는
1~3개분기 후에 매출액으로
반영될 수 있을 전망

아마 해당 전략을 바꾸고 나서 1~3개분기 정도 지나야 매출액에 반영될 수 있을 것. 영업팀이 의사를 1번 만난다고 해서 바로 약을 처방해주는 것은 아님. 그리고 처방 개시가 시작되더라도 꾸준히 그 약을 처방하는 것도 다른 이야기이기에 수 차례의 방문 및 영업 전략 전개가 필요함.

3Q25, 4Q25 YoY 최소 10%
이상 성장 전망

Q. 2H25 업황을 어떻게 보면 좋을지?

A. 월별 처방 건수 5~6%씩 꾸준히 증가하고, 환자 저변이 확장되면서 성장을 주도할 것으로 판단함. 3Q25, 4Q25 모두 YoY double-digit 성장 유지될 것.

3Q25 영업비용 \$60M 이하,
4Q25 \$55M 이하로 사용하며
적자폭 개선 지속 가능

3Q25 영업비용 \$60M 이하, 4Q25 영업비용 \$55M 이하로 사용할 예정이라 적자폭도 꾸준히 줄일 수 있을 것. 4Q25에 '25년 5월에 연기한 바 있던 호산성 식도염 2상을 개시할 예정인데, 이를 포함해도 영업비용은 줄어든 것.

GI 영업만으로도 연간 매출액
\$1B 이상 달성하여
블록버스터 제품으로
키워낼 수 있다는 판단

Q. PCP 처방도 있어야 의약품이 블록버스터 제품이 될 수 있다고 보는데, 현재 GI 위주 영업 전략이 언제쯤이면 PCP로까지 확장될지?

A. GI 영업만으로도 \$1B 이상의 연간 매출액을 달성할 수 있을 것으로 보고 있음. 그 이후에 PCP로 확장된 PPI 제품 사례가 있음. GI 영업 자체가 의미 있는 행위이며 많은 환자군들이 물려있기에 이를 노리는 것이 적절한 전략이라고 판단하고 있음.

사보험 82% 커버리지 확보,
원활한 약 공급 진행 중

Q. 현재 보험 커버리지나 환자 접근성 측면은 어떤 상황일지?

A. 사보험에서 82%가 동사에 대한 약가를 커버리지 하고 있음. 'Voquezna'를 처방 받는 환자의 68%는 지역 소매나 온라인 약국을 통해서 원활하게 약을 수령하고 복용하고 있는 상황.

'Voquezna'에 대해 커버리지가 없는 보험을 사용 중인 고객이 있을 수 있고, 실질적인 본인 부담금을 낮추기 위해 재정 프로그램 활용할 예정.

영업 조직 구조조정, 마케팅
예산 감축 등을 통해
2Q25 영업 및 관리비
QoQ -13% 실현

Q. 흑자전환을 위한 비용 관리 관련 전략을 구체적으로 알려줄 수 있을지?

A. 2H24 부터 영업 조직을 데이터 기반으로 구조조정하였고, 마케팅 예산을 이전보다 감축하였음. 공급망을 통합하는 등 영업 및 관리비가 2Q25 QoQ -13% 감소하는 모습을 실현했음.

해외도 생각 있으나
현재는 미국 시장 집중

Q. 해외 시장 진출 계획 있을지?

A. 모색할 예정이지만, 현재로서는 미국 시장에 집중할 예정. 처방 데이터 기반 성과에 초점 맞춰서 미국 시장 전략 구상 후 실행하는 중.

연기했던 호산성 식도염(EoE)
2상 4Q25 다시 시작할 계획

Q. R&D 파이프라인 향후 어떻게 개발할 예정일지?

A. '25 년 5 월에 새로운 CEO 인 Steven Basta 가 부임하며 전략적으로 개발을 연기했던 호산성 식도염(EoE) 2 상을 4Q25 에 다시 시작하기로 함. 현재 호산성 식도염에서도 PPI 제제가 많이 쓰이지만 적응증이 공식적으로 승인된 바 없기에 'Voquezna'가 임상 성공 후 허가를 받으면 1 차 치료제까지 노력할 수 있음.

소아 환자 관련 임상도
진행 가능, 이를 통한
독점권 6개월 연장도 가능

소아 환자 대상으로 환자군을 늘리면 소아 적응증(pediatric exclusivity) 관련 독점권 기간 6개월 연장도 가능함.

다양한 방면으로
R&D 파이프라인 개발 예정

개선된 경구제형, 복합제 연구 병행할 예정. 차세대 위식도 역류 질환(GERD) 및 기타 위식도 질환 신약 타킷도 탐색하고 있음.

빠른 산 분비 억제 효과,
완화 지속력 우수함

Q. 경쟁사 대비 차별점은 무엇일지?

A. 1~2 일 내로 산 분비 억제 효과가 나타남. 또한, 증상 완화 지속력이 높아야만 하는 환자들에게 강점을 보일 수 있음.

**'33년 이전 제네릭 출시
어려울 것으로 전망**

Q. 독점권 문제가 해결되었는데, 실질적으로 제네릭이 나올 수 있는 시점은 언제일지?

A. '33 년 이전에는 제네릭 출시 어려울 것. Orange Book 에 FDA 가 'Voquezna 10mg', 및 'Voquezna 20mg'에 대해 독점권을 '32 년 5 월 3 일까지로 시점을 공식적으로 수정하였음. 소아 적응증(pediatric exclusivity) 향후 확보 가능한 지적재산권, ANDA 심사 등을 고려하면 독점권 기간이 더 늘어날 수도 있음.

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.