그래피 318060

Analyst 하태기 | 에스테틱/헬스케어 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

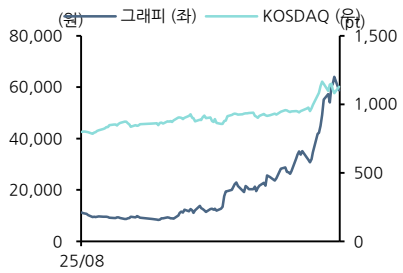
HOLD 하향

목표주가 상향	62,000원
종가(26.02.10)	56,100원
상승여력	10.5%

Stock Data

KOSDAQ(02/10)	1,115.2pt
시가총액	6,243억원
액면가	500원
52주 최고가	64,000원
52주 최저가	8,310원
외국인지분율	5.1%
90일 일평균거래대금	238억원
주요주주지분율	
심운섭 (외 4인)	28.4%
유동주식비율	69.1%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2026년 하반기부터 매출 성장 폭 커진다

2025년 4분기 매출액은 예상치 크게 초과

2025년 4분기 매출이 전년동기대비 53.4% 증가한 104억원을 기록했다. 예상치 75억원을 크게 초과한 수치이다. 다만 매출 증가를 위한 인건비/학회비용 등 판관비 증가에 따라 영업이익은 11억원 적자를 기록하여 적자규모가 소폭 확대되었다.

선진국에서 유럽/북미, 신규시장에서 중동/아프리카, 중남미 고성장 중

첫째, SMA(형상기억소재, Shape Memory Aligner) 매출이 대폭 증가했다. 소재 매출은 대부분 제품 SMA 매출이며, 특히 마진이 크게 높다. 2025년 4분기 투명교정소재 매출이 전년동기대비 81.0% 증가한 54억원을 기록했고, 그중에서 **SMA 소재 매출이 124.4% 증가한 48억원으로 추정**된다. 동사의 매출에서 수출 비중이 90% 내외로 높다. 2025년 연간 실적 기준으로 권역별 매출 증가율 추이를 보면, 유럽 69%, 북미 13%로 증가 폭이 크다. 다만 일본은 보수적 영업으로 4%, 아시아 -13%이다. 그 외 초기 진입 시장인 중남미 191%, 중동/아프리카 등 415%로 급성장 중이다. 지역별 매출 규모는 유럽 35억원, 미국 22억원, 일본 31억원(소재 22억원), 중동/아프리카 30억원, 중남미 23억원, 한국 20억원 내외이다.

둘째, 장비 매출은 상품 비중이 높다. 2025년 장비 매출은 전년 수준인 86억원에 머물렀다. 다만 질소경화기는 제품이며 인하우스 매출 성장의 측도가 된다. 2025년 질소경화기 매출액은 21% 증가한 28억원으로 추정된다.

2026년 매출 증가 폭 크다

2026년에도 상반기에 미국 파트너를 계약을 통해서 연간 매출 목표가 100억원이고, 중국 파트너 통해서 NMPA 승인을 받아 하반기부터 연간 SMA 소재 수출 목표는 60억원이다. 그 외 중남미, 중동/아프리카향 수출이 꾸준히 증가할 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	10	-7	-5	-1,180	n/a	-7.3	n/a	18.6	n/a
2024	16	-9	-33	-3,618	n/a	-1.2	n/a	n/a	n/a
2025E	20	-11	-12	-1,043	-56.4	-63.8	31.0	-92.7	n/a
2026E	38	-2	-2	-180	-326.1	-545.9	34.2	-10.0	n/a
2027E	56	9	8	700	84.1	65.6	24.3	33.8	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

하반기에 북미, 유럽, 중국시장 수출 증가 폭이 확대된다

2026년은 수출지역 확대를 통해 기업가치가 성장하는 중요한 시기

최근 세계 지역별 영업 현황과 마케팅전략 등을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 우선 유럽 시장은 이미 매출이 많이 발생하고 있고 2025년에 69% 성장했다. 독일의 Medentis Medical 등 핵심 파트너에 화이트 라벨(기존의 투명교정 소재를 SMA로 대체)로 공급하고 있다. Medentis Medical에서 2025년 4월에 출시했으며, 현재 3,000 케이스가 사전 예약되었고, 그 중 1,000 케이스 이상 교정이 진행되었다. 여기에 기존 TC-85보다 더 품질이 강화된 TA-28 소재에 대해 유럽 CE MDR을 2026년 1분기까지 받는다는 목표이다. 이로 인해 2026년에는 독일을 중심으로 수출이 본격적으로 증가할 수 있을 것이다. 특히 유럽시장 매출 확대를 위해 독일 현지에 생산, 배송, 기술지원을 통합하는 거점으로서 그래피 랩 저머니(Graphy Lab Germany)를 구축했다. 독일에서 생산 공급하는 방식과 국내에서 생산, 수출하는 방법을 병행할 것으로 추정된다. 조만간 유럽 인증 이후에는 눌려 있던 수요가 다시 늘어나며 유럽 매출이 증가할 수 있을 전망이다

둘째, 미국에서는 하반기부터 매출을 시작 연간 100억원을 목표로 하고 있다. 델라웨어에 현지법인을 2025년 9월에 설립했다. 플로리다에서는 대량 주문 생산공장을 구축하고 있다. 미국에서는 직접 제작 공급과, 주문자 생산모델의 투트렉 전략으로 진행할 계획이다. 이미 미국 FDA 승인을 받았지만, 2026년 상반기까지 SMA에 대해 별도로 인증받아 2026년 하반기부터 미국 수출을 늘릴 계획이다. 우선 자체 치과 네트워크를 가지고 MRO사업을 하는 미국 DSO(Dental Service Organization)에 공급을 추진하고 있다. DSO에서 2026년 상반기 자체 파일럿 테스트를 완료하고, 하반기에 공급할 계획이다. 미국 DSO를 시장 확장의 발판으로 활용한다는 계획이다. DSO 이외에도 신규로 미국 대형 유통사와도 주문자 생산 공급계약을 협의 중이다. 미국 덴탈 유통사 상위 3개사 중의 1개사로 알려져 있다. 2026년 하반기부터 매출이 본격 발생할 예상인데, 미국에서 2026년 연간 매출 목표는 100억원이다.

셋째, 중국 시장에서 2026년 60억원 매출을 목표로 사업을 추진 중이다. 한편, 중국에서는 3위의 현지 종합 덴탈기업인 본덴트(Bondent)와 사업을 진행하고 있다. 2026년 상반기까지 본덴트를 통해 중국 인증을 완료한다는 계획이다. 중국시장도 유럽과 마찬가지로 화이트 라벨 전략을 추진하고 있다. 본덴트가 그래피로부터 SMA 소재를 공급받아 자체 교정 브랜드에 적용, 중국 시장에 공급할 계획이다. 2026년 중국에서 매출 목표는 60억원이다.

넷째, 장기적으로는 일본, 중동, 남미 수출도 늘릴 계획이다. 우선 일본 치아 교정시장은 보수적인 특성으로 매출 증가 속도가 느리다. 장기적으로 수출을 늘린다는 계획이다. 2027년 말까지 엔드유저(치과병원)를 점차 확대한다는 목표이다. 그 외 초기 시장으로 볼 수 있는 남미, 중동/아프리카 시장 진출도 확대한다는 전략이다. 러시아에서도 화이트 라벨로 파트너를 찾고 있다.

매출 성장 폭과 기대와의 갭 조정 이후, 주가 재상승 가능성 있다

주가는 2025년 8월 말 신규 상장 이후 장기간 조정을 보이다 11월부터 급등, 현재 56,000원대 내외까지 상승했다. 시가총액은 6,200억원대이다. 주식시장이 호황을 맞으며 동반 상승한 측면도 있지만, 동사의 SMA에 대한 장기 성장 잠재력이 반영된 것으로 평가된다.

주가와 시가총액이 단기 급등함에 따라 기업가치와의 갭에 대해 숙고할 시간이 필요해 보인다. 현재 실적 보다는 미래가치 반영 정도가 크게 확대되면서 시가총액에 대한 재점검이 필요한 상황이기 때문이다.

형상기억 투명교정 장치의 특성상 매출이 천천히 증가하다 J커브 형태로 매출이 차츰 급증할 가능성이 있다. 치아교정에는 기본적으로 1~2년 내외 소요된다. 따라서 치과의사가 새로운 교정방법이나 교정기를 사용하려면 여기에 대해 확신을 가져야 하는데, 6개월~1년 사용해 봐야 정확하게 판단할 수 있고, 또 믿음과 익숙함, 확신을 가진 이후에 사용량을 적극 늘리게 될 것이다. 따라서 매출이 증가하는 데는 절대적인 시간이 필요할 것으로 판단된다. 실제로 그래피의 매출이 SMA의 장점인 확실한 심미성, 편리성, 경제성, 교정 정확성 등에도 불구하고 매출 증가 속도가 기대보다 느린 것으로 평가할 수 있다.

만약 시간이 지나면서 시장에서 **긍정적인 평가와 임상경험이 쌓인다면, 기존의 투명교정 시장뿐만 아니라 브라켓 교정 시장까지 잠식하면서 J커브 형태로 SMA 매출이 많이 증가할 수 있을 것**이다. 2026년에 북미시장, 중국시장, 유럽시장에 적극 진출하면서 치과시장에서 1년내에 어떤 형태로든 평가받게 될 것이다. 만약 세계 시장에서 치과의사와 피교정자들로부터 긍정적인 평가를 받는다면 2027년부터는 매출이 급격하게 증가하는 시나리오를 그려 볼 수 있다.

동사의 2026년 연간 연결 매출액은 전년동기대비 85.9% 증가한 381억원, 영업이익은 BEP에서 소폭 적자 수준이 될 것으로 전망되고, 2027년에는 수익성도 대폭 증가할 것으로 전망된다.

현재까지 주가에는 미래의 기업가치가 크게 앞당겨지며 반영되고 있다. 그러나 미래의 기업가치를 평가하는 데에는 불확실성이 많이 개입된다. 단기적인 매출 증가 속도가 느릴지라도 기업가치를 낙관적인 시나리오로 평가하려면 **첫째, 당장의 매출이 빠르게 증가하면서 증가 속도로 미루어 미래의 매출 규모를 어느 정도 전망 가능할 경우이다. 둘째, 사업의 초기 국면에서 미래 성장 비전에 공감하는 전문가들의 컨센서스가 강하게 모아질 때이다.** 이는 기관이나 외국인 매수 비중이 빠르게 확대되는 케이스가 될 수도 있다. 그러나 그래피에는 미래에 대한 성장 비전은 너무나 좋지만, 아직 두 가지 포인트에서는 다소 미흡한 측면이 있다.

현재 주가가 단기간 급등한 상황이다. 2026년 상반기에 매출 증가 속도와 하반기의 고성장을 위한 파트너 계약/ 각 국가의 규제기관 허가, 마케팅 관련 분위기 성숙 정도를 잠시 확인할 필요가 있어 보인다. 따라서 **향후 1~2분기 내 미국에서 대형 덴탈 유통기업 등과 파트너 계약, 중국 NMPA 승인, 유럽에서 교정 건수나 주문 증가 등을 지켜보자**. 2026년 상반기에는 이러한 이벤트나 신호들을 체크할 수 있을 것이다. 만약 이러한 긍정적인 성장 신호를 확인할 수 있다면 시가총액 1조원의 가능성도 충분히 열려 있다고 봐야 할 것이다.

다만 주가가 단기 급등한 현시점에서 주가 수준과 영업실적 규모 간의 갭에 대한 조정 필요 차원에서 투자 의견을 일단 중립으로 하향 조정한다. 잠시 열기를 식히면서 앞뒤 상황을 점검하는 시간을 가져 보자는 의미이다. 그러나 목표주가를 성장률과 적정 PER을 소폭 상향하면서 62,000원으로 상향 조정한다.

표1. 그래피 제품별 매출 추이 (단위: 억원)

구분	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4Qp	2025E	1QE	2QE	3QE	4QE	2026E
매출액	43	105	161	23	44	34	104	205	35	65	106	175	381
(증감률)		144.2%	53.3%	84.3%	-15.1%	18.8%	53.4%	27.0%	52.2%	47.7%	211.8%	68.3%	96.6%
형상기억소자	6	23	39	7	18	10	48	83	10	22	48	80	160
기타소재	6	8	16	3	7	4	6	20	3	9	6	10	28
질소경화기	14	31	23	4	5	6	13	28	5	7	15	20	47
기타	7	12	18	2	3	1	10	16	3	4	6	8	21
제품 소계	33	74	96	16	33	21	77	147	21	42	75	118	256
스캐너	1	3	25	1	1	-	10	12	5	8	7	20	40
3D프린트	8	24	32	4	8	9	12	33	6	10	17	30	63
기타	-	1	2	1	-	2	2	5	1	2	3	3	9
상품소계	9	28	59	6	9	10	24	50	12	20	27	53	112
기타	1	3	6	1	2	3	3	8	2	3	4	4	13

자료: 그래피, 상상인증권, 2025년 4분기 품목별 매출액은 추정치

표 2. 분기별 요약 실적

12월결산	2025				2026E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	23	44	34	104	35	65	106	175
영업이익	-36	-25	-37	-11	-39	-21	2	37
세전이익	-38	-29	-36	-12	-39	-21	2	38
순이익	-38	-29	-36	-12	-39	-21	2	38
YoY(%)								
매출액	84.3	-15.1	18.8	53.4	52.2	47.7	211.8	68.3
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전

자료: 그래피, 상상인증권 연결 기준

표 3. 주가 밸류에이션 (단위: 억원, 배)

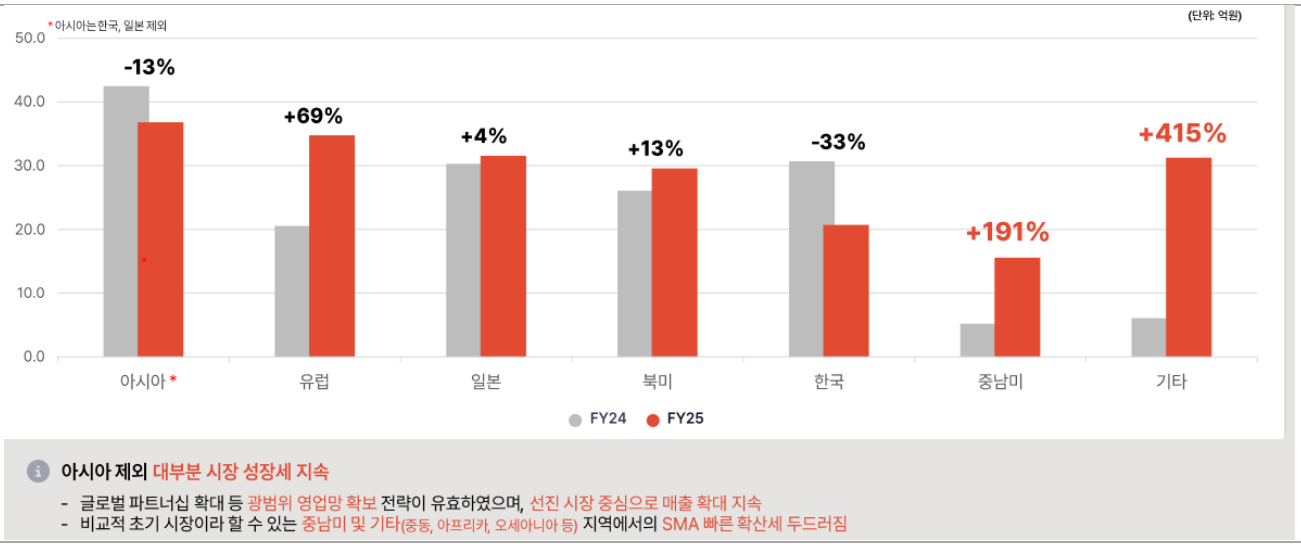
2030년 매출액	1,192	2027년이후 매년 30% 성장 가정
원가율 추정치	29%	
판관비율 추정치	34%	SMA 매출 증가 감안 판관비율 소폭 하향 조정
영업이익	441	
(영업이익률)	37.0%	
세전이익	419	
법인세율	23%	
순이익	322.49	
적정 PER	26	세계 유일 제품에 대한 프리미엄 소폭 상향 조정
기업가치	8,385	
현재 기업가치(4년간 할인, 연 5%)	6,898	$PV=FV/(1+r)^n$
발행 주식수(주)	11,054,347	
자기주식수(주)	-	
유통주식수(주)	11,054,347	
적정 주가(원)	62,402	

자료: 상상인증권

그림 1. 구강온도에서 형상이 복원되는 투명 형상기억 교정기

자료: 그래피

그림 2. 그래피 권역별 매출 현황

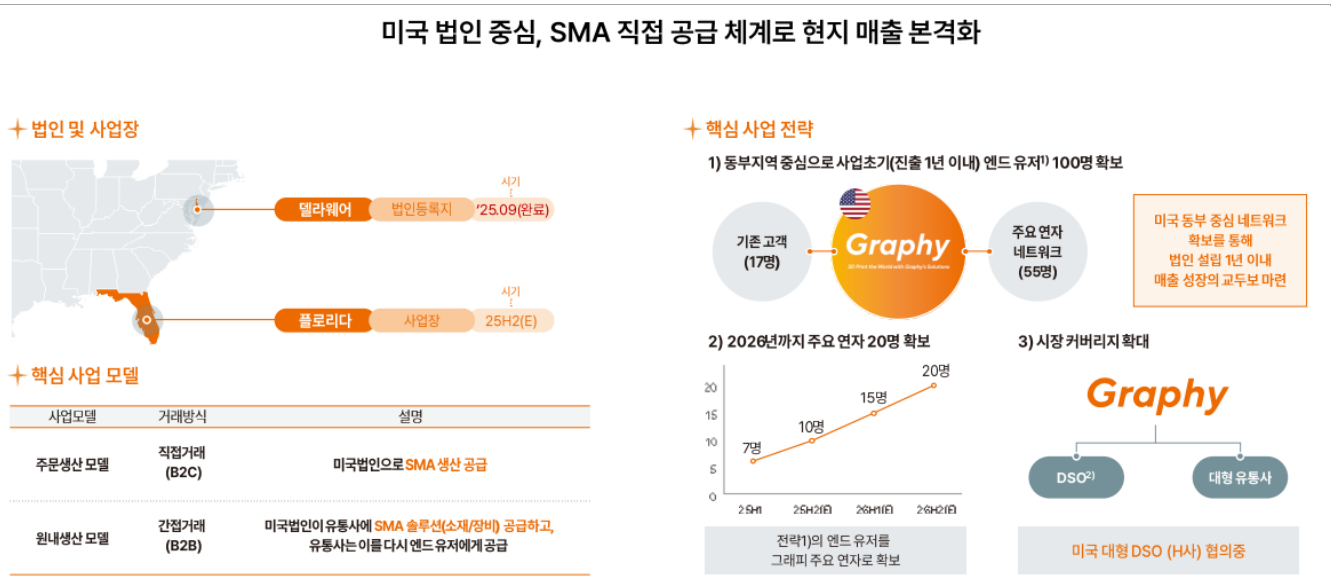


자료: 그래피

그림 3. 기존 교정기와 그래피 교정기의의 차이점

자료: 그래피

그림 4. 그래피 미국시장 매출 확대 전략



자료: 그래피

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**10.8**	**11.2**	**31.9**	**38.4**	**53.5**
현금 및 현금성자산	3.3	3.0	6.1	11.9	22.1
매출채권	3.0	4.2	6.8	10.5	14.3
재고자산	1.3	2.2	2.8	4.8	6.5
비유동자산	**11.4**	**10.8**	**12.7**	**12.0**	**11.6**
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	10.8	10.2	12.3	11.7	11.3
무형자산	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
자산총계	**22.2**	**22.0**	**44.6**	**50.4**	**65.0**
유동부채	**50.9**	**17.8**	**23.2**	**31.1**	**37.9**
매입채무	2.4	3.8	11.4	19.3	26.1
단기금융부채	48.1	13.6	11.0	11.0	11.0
비유동부채	**2.3**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.4**
장기금융부채	2.1	0.1	0.2	0.2	0.2
부채총계	53.2	18.1	23.6	31.4	38.3
지배주주지분	**-31.0**	**3.9**	**21.0**	**19.0**	**26.7**
자본금	0.8	4.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	6.9	70.4	97.9	97.9	97.9
이익잉여금	-39.0	-71.7	-83.2	-85.2	-77.5
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**-31.0**	**3.9**	**21.0**	**19.0**	**26.7**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**10.4**	**16.1**	**20.5**	**38.1**	**55.5**
매출원가	6.0	8.5	8.5	13.7	18.2
매출총이익	4.5	7.7	12.0	24.4	37.3
판매비와 관리비	11.5	16.8	23.0	26.5	28.6
영업이익	**-7.0**	**-9.2**	**-11.0**	**-2.1**	**8.8**
EBITDA	-6.1	-8.3	-10.1	-1.2	9.7
금융손익	-2.0	-3.4	-0.4	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.5	-20.0	-0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	**-5.4**	**-32.7**	**-11.5**	**-2.0**	**8.9**
계속사업법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
당기순이익	-5.4	-32.7	-11.5	-2.0	7.7
지배주주순이익	**-5.4**	**-32.7**	**-11.5**	**-2.0**	**7.7**
매출총이익률 (%)	43.0	47.5	58.7	63.9	67.3
영업이익률 (%)	-66.8	-56.9	-53.6	-5.6	15.8
EBITDA 마진률 (%)	-58.4	-51.3	-49.3	-3.1	17.4
세전이익률 (%)	-51.9	-202.6	-56.2	-5.2	15.9
지배주주순이익률 (%)	-51.9	-202.6	-56.2	-5.2	13.9
ROA (%)	-27.8	-147.8	-34.6	-4.2	13.4
ROE (%)	18.6	n/a	-92.7	-10.0	33.8
ROIC (%)	-38.8	-48.3	-62.5	-15.4	98.9

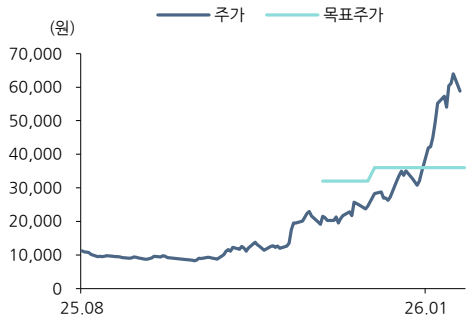
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-8.0**	**-9.6**	**-6.0**	**1.1**	**10.0**
당기순이익(손실)	-5.4	-32.7	-11.5	-2.0	7.7
현금수익비용가감	-0.4	25.7	2.3	1.0	0.9
유형자산감가상각비	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
무형자산상각비	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-1.3	24.8	1.5	0.0	0.0
운전자본 증감	-1.5	-2.0	3.6	2.1	1.4
매출채권의 감소(증가)	-2.3	-1.9	-3.5	-3.7	-3.7
재고자산의 감소(증가)	-0.2	-0.9	-0.7	-1.9	-1.7
매입채무의 증가(감소)	0.5	0.5	7.3	7.8	6.8
기타영업현금흐름	0.5	0.2	0.5	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**-1.9**	**1.4**	**-16.7**	**4.7**	**0.3**
유형자산 처분(취득)	-0.5	-0.1	-2.4	-0.3	-0.4
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-1.5	1.6	-14.2	5.0	0.7
기타투자활동	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**11.1**	**8.0**	**25.7**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	8.9	1.8	-2.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	1.7	6.2	30.2	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	0.0	-1.8	0.0	0.0
현금의 증감	**1.2**	**-0.2**	**3.0**	**5.8**	**10.2**
기초현금	2.1	3.3	3.0	6.1	11.9
기말현금	3.3	3.0	6.1	11.9	22.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	n/a	n/a	-56.4	-326.1	84.1
P/B	n/a	n/a	31.0	34.2	24.3
EV/EBITDA	-7.3	-1.2	-63.8	-545.9	65.6
P/S	n/a	n/a	31.7	17.1	11.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	145.4	54.3	27.1	85.9	45.7
영업이익 증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
세전이익 증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익 증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
EPS 증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	n/a	470.0	112.4	165.5	143.3
유동비율	21.3	62.7	137.5	123.6	141.0
순차입금/자기자본	-143.5	264.2	-45.6	-54.4	-74.4
영업이익/금융비용	-3.4	-2.4	-24.2	-21.5	88.3
총차입금 (십억원)	50.3	13.7	11.2	11.2	11.2
순차입금 (십억원)	44.5	10.2	-9.6	-10.3	-19.9
주당지표 (원)					
EPS	-1,180	-3,618	-1,043	-180	700
BPS	-12,380	427	1,900	1,719	2,419
SPS	1,390	1,784	1,854	3,447	5,021
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

그래피 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-12-09	Buy	32,000	1년	-31.4	-19.7
2025-12-31	Buy	36,000	1년	11.7	77.8
2026-02-11	Hold	62,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	