

## BUY 유지

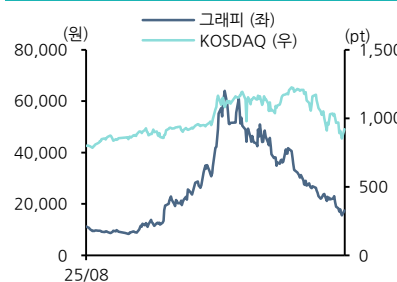
목표주가 하향 **40,000원**

종가(26.06.30) 16,990원  
상승여력 135.4%

### Stock Data

KOSDAQ(06/29)	916.2pt
시가총액	1,898억원
액면가	500원
52주 최고가	64,000원
52주 최저가	8,310원
외국인지분율	8.9%
90일 일평균거래대금	65억원
주요주주지분율	
심운섭 (외 4인)	28.3%
유동주식비율	69.3%

### Stock Price



## 2026년 하반기가 중요하다

### 2026년 2분기 영업실적은 기존 예상보다 소폭 개선될 전망

2026년 2분기 연결 매출이 전년동기대비 48.4% 증가한 65억원으로 추정된다. 1분기대비 91.2% 증가하는 수치이다. 매출 증가에 따라 영업손실도 18억원으로 1분기대비 축소될 것으로 추정된다.

### SMA 소재 매출은 꾸준히 증가하는 것으로 추정되며 긍정적이다.

2026년 2분기에 주력 제품인 SMA 소재 매출액은 꾸준히 증가하는 것으로 추정된다. 이 기간 중에 SMA 소재 매출액은 전년 동기 대비 77.8% 증가한 32억원으로 전망된다. 동사의 매출에서 수출 비중이 90% 내외로 높다. 북미·중동·북유럽을 중심으로 SMA 소재 수요가 확대되면서 수출이 크게 증가한 결과이다.

2분기에 미국 유통사(B)사 향 초도물량(5억원 미만 추정) 공급이 예정되어 있었으나 7월로 이연되었다. 미국 법인은 2026년 8월에 가동될 예정이다. 중국 파트너 본덴트를 통한 중국 의료기기 NMPA 승인 일정이 수개월 지연되고 있으나, 중국향 SMA 소재와 장비(임상용, 상업화 이전공급 물량)의 수출이 하반기부터 소규모로 시작될 전망이다. 마진 좋은 SMA 소재 매출 증가로 원가율이 하향 안정되면서 2분기에는 1분기대비 영업적자가 줄어든 것으로 추정된다.

### 메가젠임플란트와 전략적 제휴로 매출 확대 가능성을 높였다

동사는 치과 의료기기업체 메가젠임플란트와 협력하여 메가젠임플란트의 강력한 글로벌 유통망과 디지털 덴탈 플랫폼을 활용해 세라믹 함유 영구치관용 레진, 수술가이드, 투명교정 소재의 해외 공급을 확대할 계획이다. 메가젠임플란트를 통해 빠르면 3분기부터 매출이 발생할 것으로 예상된다.

### Financial Data

	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	배당수익률
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2024	16	-9	-33	-3,618	n/a	-1.2	n/a	n/a	n/a
2025	21	-11	-12	-1,050	-23.4	-27.3	13.0	-93.7	n/a
2026E	35	0	-0	-21	-811.4	98.9	9.0	-1.1	n/a
2027E	47	8	6	581	29.3	16.5	6.9	26.7	n/a
2028E	68	22	18	1,648	10.3	6.4	4.1	50.1	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

## 2분기 매출은 예상 수준내, 2026년 하반기가 중요한 분기점이다

### SMA 성공 여부가 기업가치에 중요한 변수

주가는 장기간 조정을 보이다가, 4분기 매출 급성장 기대감이 작용하며 11월부터 급등하기 시작하여 2026년 2월에 69,000원대까지 상승했다. 그 이후 1분기 매출액이 QoQ 감소 등 실적 비수기, 또한 의료기기 섹터 주가 동반 하락 등으로 주가가 하락 조정에 진입, 현재 17,000원대이다. 시가총액은 1,800억원대이다.

현재 단계에서는 SMA의 성공 여부가 그래피 기업가치 평가의 핵심 변수이다. 아직 SMA의 매출이 점진적으로 증가하는 중이어서 성공여부를 단정하기에는 이르다. 현재는 일부 선도 치과병원을 중심으로 임상 검증이 진행되고 있기 때문이다. 지금은 임상 적용 사례가 누적되면서 치료 결과에 대한 신뢰를 쌓고 있는 상황이다. 향후 임상적 신뢰가 충분히 확보될 경우 적용 범위는 빠르게 확대될 가능성이 높다. SMA 기반 교정이 더 많은 국내의 치과에서 채택되고, 임상 성과가 지속적으로 축적되어야 성공 여부를 보다 명확히 확인할 수 있을 것이다. 즉 SMA에 대한 소재 매출이 본격적으로 증가하며 수치로 확인할 수 있어야 하는 것이다.

**2026년 하반기는 SMA의 성공가능성을 평가하는 중요한 시기가 될 전망이다.** 그래피의 분기별 매출 추이를 보면, 2025년 4분기 104억원에서 이미 2026년 1분기에 34억원으로 줄어들었다가 2026년 2분기에 65억원으로 회복된 것으로 추정된다. 아직 충분한 매출 규모는 아니지만 현재까지의 진행 경로는 회사가 제시한 사업화 로드맵에서 크게 벗어나지 않는 수준이다. 시기적으로는 2026년 하반기를 지나서 2027년 상반기에 어느 정도 성공 여부를 판단할 수 있을 것이다. 현재로서는 2026년 3분기 88억원, 4분기 168억원으로 전망된다. 하반기 매출이 예상대로 증가한다면 성공 가능성을 한 단계 높게 평가할 수 있다. 여기에 **메가젠과임플란트의 유통 협력은 이러한 가능성을 한층 높여줄 것으로 기대된다.**

하반기 예상되는 이벤트로는 첫째, SMA(TA-28)에 대한 유럽 CE MDR 승인이 3분기에 이루어질 가능성이 있다. 둘째, 3분기에 동사의 세라믹 함유 영구 치관용 레진에 대해 미국 FDA 의료기기(510K) 승인이 기대된다. 미국 FDA 승인이 이루어지면 메가젠임플란트를 통해 선진시장으로 수출될 것이다.

참고로 매출채권이 2026년 1분기 말 기준으로 93억원인데 분기 실적 기준으로 보면 많다고 볼 수도 있지만, 연간 매출 추정치 대비로는 부담스러운 수준이 아니다. 아직 성장 초기 국면이므로 정상 범위 내로 평가된다. 다만 업계의 특성상 향후 매출 성장과 함께 매출채권 증가 규모를 체크할 필요는 있을 것이다. 2026년 1분기 말 기준 현금 보유액이 70억원, 차입성부채가 128억원이어서 현금이 다소 부족해 보인다. 따라서 동사는 최근 전환사채 발행 한도를 높였다. M&A 등을 포함하는 사업확장을 위해 전환사채 발행 가능성을 배제하기 어렵다.

따라서 동사의 하반기 주가는 전환사채 발행, 매출 증가 등의 이벤트를 반영하면서 변동성을 보일 전망이다. 하반기에는 반도체 중심으로 집중됐던 시장 수급이 완화되면서 의료기기섹터에도 관심이 회복되는 방향으로 전환될 가능성도 있다. 하반기 매출이 예상대로 증가할 경우 2026년 연말까지 그래피에 대한 주가 전망은 매우 긍정적이다. 다만 사업 전망은 여전히 긍정적이거나, 최근 의료기기 업종 전반의 밸류에이션 하락을 반영해 목표주가를 기존 62,000원에서 40,000원으로 하향 조정한다.

표 1. 그래피 제품별 매출 추이

(단위: 억원)

구분	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4Q	2025	1Q	2QE	3QE	4QE	2026E
매출액	43	105	161	23	44	34	104	205	34	65	88	168	356
(증감률)		144.2%	53.3%	84.3%	-15.1%	18.8%	54.3%	27.3%	47.5%	48.4%	155.8%	60.9%	72.7%
형상기억소재	6	23	39	8	18	10	48	83	15	32	40	100	187
기타소재	6	8	16	3	7	4	6	20	5	7	6	9	27
질소경화기	14	31	23	4	5	6	13	27	5	7	10	12	34
기타	7	12	18	2	3	1	10	16	2	3	6	8	19
제품 소계	33	74	96	17	33	21	77	146	27	49	62	129	267
스캐너	1	3	25	1	1	-	3	5	2	3	2	2	9
3D프린트	8	24	32	4	8	9	20	41	4	8	17	30	59
기타	-	1	2	1	-	2	2	5	1	2	3	3	9
상품소계	9	28	59	6	9	10	25	51	7	13	22	35	77
기타	1	3	6	0	2	3	2	8	-	3	4	4	12

자료: 그래피, 상상인증권, 2026년 1분기 품목별 매출액은 추정치

표 2. 분기별 요약 실적

12월결산 (억원)	2025				2026E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	23	44	34	104	34	65	88	168
영업이익	-36	-25	-37	-11	-35	-18	4	49
세전이익	-38	-29	-36	-12	-31	-20	1	45
순이익	-38	-29	-36	-12	-31	-20	1	45
YoY(%)								
매출액	84.3	-15.1	18.8	53.4	47.5	48.4	158.8	60.9
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	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	1,142	2030년 추정 매출액
원가율 추정치	28%	
판관비율 추정치	34%	SMA 매출 증가 감안 판관비율 소폭 하향 조정
영업이익	434	
(영업이익률)	38.0%	
세전이익	412	
법인세율	22%	
순이익	321.52	
적정 PER	17	의료기기 섹터 최근 주가 밸류에이션 멀티플 하락 반영
기업가치	5,466	
현재 기업가치(4년간 할인, 연 5%)	4,497	$PV=FV/(1+r)^n$
발행 주식수(주)	11,054,347	
자기주식수(주)	-	
유통주식수(주)	11,054,347	
적정 주가(원)	40,679	

자료: 상상인증권

그림 1. 구강온도에서 형상이 복원되는 투명 형상기억 교정기



**SMA**  
(Shape Memory Aligner)

- + 형상 복원**

  - 구강온도에서 형상기억 특성 발현
  - Tera Harz Clear(TC-85) 형상기억 특성 활성화 온도 30.86°C ↑
  - 교정장치 착용 중 지속적으로 형상 복원
- + 치아 표면 완벽한 피팅**

  - 착용 후 형상기억 특성 발현에 의해 치아와 완벽히 적합
- + 이상적 교정력 장기간 지속**

  - 치아 이동에 가장 적합한 힘을 일정하고 지속적으로 유지

자료: 그래피

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>유동자산</b>	<b>11.2</b>	<b>26.5</b>	<b>57.5</b>	<b>64.3</b>	<b>87.4</b>
현금 및 현금성자산	3.0	0.8	33.9	39.8	55.0
매출채권	4.2	9.0	11.0	12.7	18.2
재고자산	2.2	3.4	4.6	5.8	8.3
<b>비유동자산</b>	<b>10.8</b>	<b>13.2</b>	<b>17.1</b>	<b>22.1</b>	<b>28.8</b>
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	10.2	11.9	15.4	19.7	26.0
무형자산	0.4	0.6	1.4	2.2	2.6
<b>자산총계</b>	<b>22.0</b>	<b>39.7</b>	<b>74.6</b>	<b>86.4</b>	<b>116.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>17.8</b>	<b>18.2</b>	<b>33.2</b>	<b>38.6</b>	<b>50.0</b>
매입채무	3.8	4.7	20.9	26.2	37.7
단기금융부채	13.6	12.9	11.5	11.5	11.5
<b>비유동부채</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>20.4</b>	<b>20.4</b>	<b>20.4</b>
장기금융부채	0.1	0.2	20.2	20.2	20.2
<b>부채총계</b>	<b>18.1</b>	<b>18.6</b>	<b>53.6</b>	<b>59.0</b>	<b>70.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3.9</b>	<b>21.1</b>	<b>21.0</b>	<b>27.4</b>	<b>45.7</b>
자본금	4.5	5.6	5.6	5.6	5.6
자본잉여금	70.4	98.1	98.2	98.2	98.2
이익잉여금	-71.7	-83.3	-83.6	-77.1	-58.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>3.9</b>	<b>21.1</b>	<b>21.0</b>	<b>27.4</b>	<b>45.7</b>

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	<b>16.1</b>	<b>20.5</b>	<b>35.5</b>	<b>47.4</b>	<b>67.6</b>
매출원가	8.5	8.3	8.0	11.0	15.5
매출총이익	7.7	12.3	27.4	36.3	52.0
판매비와 관리비	16.8	23.3	27.1	28.0	29.8
<b>영업이익</b>	<b>-9.2</b>	<b>-11.1</b>	<b>0.3</b>	<b>8.3</b>	<b>22.2</b>
EBITDA	-8.3	-10.0	1.8	10.8	25.4
금융손익	-3.4	-0.5	-0.4	-1.2	-1.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.0	0.0	-0.2	0.1	0.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-32.7</b>	<b>-11.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>7.2</b>	<b>21.2</b>
계속사업법인세비용	0.0	0.1	0.0	0.7	2.8
당기순이익	-32.7	-11.7	-0.2	6.5	18.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>-32.7</b>	<b>-11.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>6.5</b>	<b>18.3</b>
매출총이익률 (%)	47.5	59.7	77.3	76.7	77.0
영업이익률 (%)	-56.9	-53.8	1.0	17.6	32.9
EBITDA 마진률 (%)	-51.3	-48.7	5.2	22.8	37.5
세전이익률 (%)	-202.6	-56.5	-0.7	15.2	31.3
지배주주순이익률 (%)	-202.6	-56.8	-0.7	13.6	27.1
ROA (%)	-147.8	-37.8	-0.4	8.0	18.1
ROE (%)	n/a	-93.7	-1.1	26.7	50.1
ROIC (%)	-48.3	-45.6	1.4	52.2	111.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-9.6</b>	<b>-15.1</b>	<b>13.3</b>	<b>11.4</b>	<b>24.8</b>
당기순이익(손실)	-32.7	-11.7	-0.2	6.5	18.3
현금수익비용가감	25.7	3.6	1.0	2.5	3.1
유형자산감가상각비	0.7	0.7	0.9	1.2	1.5
무형자산상각비	0.2	0.3	0.6	1.3	1.6
기타현금수익비용	24.8	2.6	-1.4	0.0	0.0
운전자본 증감	-2.0	-6.4	12.5	2.4	3.3
매출채권의 감소(증가)	-1.9	-6.4	-1.6	-1.7	-5.5
재고자산의 감소(증가)	-0.9	-1.2	-1.2	-1.2	-2.5
매입채무의 증가(감소)	0.5	1.2	16.1	5.3	11.4
기타영업현금흐름	0.2	0.0	-0.8	-0.1	-0.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>1.4</b>	<b>-14.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-9.5</b>
유형자산 처분(취득)	-0.1	-1.0	-3.8	-5.5	-7.8
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.5	-1.5	-2.0	-2.0
투자자산 감소(증가)	1.6	-11.9	6.5	2.0	0.3
기타투자활동	0.0	-1.5	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>8.0</b>	<b>27.7</b>	<b>18.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증가(감소)	1.8	-0.8	18.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	6.2	30.4	0.1	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-1.8	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>-0.2</b>	<b>-2.2</b>	<b>33.1</b>	<b>5.9</b>	<b>15.3</b>
기초현금	3.3	3.0	0.8	33.9	39.8
기말현금	3.0	0.8	33.9	39.8	55.0

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	n/a	-23.4	-811.4	29.3	10.3
P/B	n/a	13.0	9.0	6.9	4.1
EV/EBITDA	-1.2	-27.3	98.9	16.5	6.4
P/S	n/a	13.3	5.3	4.0	2.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	54.3	27.3	72.7	33.6	42.7
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	2,372.8	166.7
세전이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	193.7
지배주주순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	183.8
EPS 증가율	적지	적지	적지	흑전	183.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	470.0	88.6	256.0	215.2	154.0
유동비율	62.7	145.6	173.1	166.7	174.7
순차입금/자기자본	264.2	0.4	-37.8	-43.0	-58.5
영업이익/금융비용	-2.4	-17.6	0.3	6.3	16.7
총차입금 (십억원)	13.7	13.2	31.7	31.7	31.7
순차입금 (십억원)	10.2	0.1	-7.9	-11.8	-26.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-3,618	-1,050	-21	581	1,648
BPS	427	1,893	1,883	2,463	4,111
SPS	1,784	1,847	3,186	4,255	6,071
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

그래피 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



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 당사에 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 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	93.2%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.8%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	