

하반기, 기업가치 변화의 분수령을 맞이할 전망

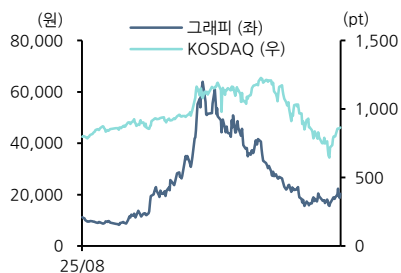
BUY 유지

목표주가 유지	40,000원
종가(26.08.19)	20,150원
상승여력	98.5%

Stock Data

KOSDAQ(08/19)	824.4pt
시가총액	2,254억원
액면가	500원
52 주 최고가	64,000원
52 주 최저가	8,310원
외국인지분율	5.1%
90 일 일평균거래대금	26억원
주요주주지분율	
심운섭 (외 4 인)	28.3%
유동주식비율	75.6%

Stock Price



2026년 3분기 레이 인수 완료를 통해 영업 판도에 큰 변화가 예상된다

그래피는 2026년 6월에 메가젠임플란트와 전략적 업무협약(MOU)을 맺은 바 있다. 이어서 2026년 8월에 레이의 지분 26.14%를 인수(최대주주 등극)하기로 계약을 체결했다. 따라서 거래가 확정되어 경영권을 확보하게 된다면 동사는 레이와 메가젠 양사 간의 협력을 연계하여, 하반기부터 강력한 3사 간 사업 시너지를 통해 덴탈시장에서 경쟁력 강화가 가능할 것으로 분석된다.

그래피, 레이, 메가젠의 3사 간 예상 사업 시나리오

첫째, 메가젠임플란트와 레이 영업망을 통해 그래피의 제품 매출이 증가할 전망이다. 우선 메가젠의 글로벌 유통망과 디지털 덴탈 사업 역량을 활용해 세라믹 함유 영구치관용 소재, 수술가이드 소재, SMA 화이트 라벨 모델의 해외 공급을 확대할 계획이다. 회사의 계획대로 메가젠의 글로벌 유통망을 활용할 경우, 빠르면 3분기부터 관련 매출이 발생할 것으로 예상된다. 또한 그래피는 레이가 구축해 놓은 광범위한 글로벌 직영 네트워크 및 현지 파트너사 라인을 활용하여, 자사의 덴탈 소재 해외 수출을 확대할 수 있을 것이다.

둘째, 동사의 장비 매출(상품)이 발생할 수 있을 것이다. 과거 레이와 메가젠 간의 규격 및 기술 의견 차이로 중단되었던 치과용 3D CT 및 진단 장비 공급이 그래피의 중재 하에 재개될 것이다. 그래피가 레이의 연결 실적을 흡수함에 따라, 메가젠이라는 확실한 대형 캡티브 마켓(내부 시장)을 확보하게 되어 영업 안정성이 급격히 강화될 전망이다. 또한 레이의 치과용 3D CT 장비가 그래피의 상품 매출을 거쳐 메가젠에 공급되는 유통 구조가 확립될 수 있다.

셋째, SMA의 디지털 플랫폼을 만들 수 있을 것이다. 레이의 장비로 환자의 구강을 진단(CBCT/구강스캐너)하고, 그래피의 형상기억 투명교정 소재(SMA)로 즉시 교정하는 통합 디지털 워크플로우 구축이 가능할 것으로 예상된다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	16	-9	-33	-3,618	0.0	n/a	0.0	n/a	0.0
2025	21	-11	-12	-1,050	n/a	n/a	13.0	-93.7	0.0
2026E	35	-3	-4	-324	n/a	n/a	12.9	-18.7	0.0
2027E	48	7	5	481	42.4	23.3	9.9	26.5	0.0
2028E	69	22	19	1,681	12.1	8.0	5.5	57.9	0.0

자료: K-IFRS 연결기준, 상상인증권

하반기 주가를 긍정적으로 평가

2026년 하반기에 사업 시너지를 통해 기업가치 변화의 분수령을 맞이할 전망이다

동사의 주가는 2025년 4분기 매출 급성장에 대한 기대감이 작용하며 2026년 2월에 69,000원대까지 상승했다. 그러나 1분기 매출액이 QoQ 감소, 의료기기 섹터 주가 동반 하락 등으로 주가가 6월 하순에 14,000원대까지 하락했다. 3분기에 접어들면서 의료기기 섹터 주가 회복 전환, 하반기 실적 회복에 대한 기대 등으로 현재 주가는 20,000원대까지 회복한 상태이다. 시가총액은 2,200억원대이다.

2026년 하반기에는 동사에 많은 이벤트와 변수가 있다.

첫째, SMA의 매출 증가이다. 마진이 좋은 순수 SMA 소재 매출은 1분기 15억원, 2분기 42억원으로 증가했다. 하반기에는 계절적 성수기를 맞아 대폭 증가할 전망이다.

둘째, 하반기 주요한 이벤트가 많다. 우선 유럽에서 TA-28 SMA 소재의 CE MDR 인증 획득이 2026년 3~4분기 중 예정되어 있어, 최종 획득 여부를 주시할 필요가 있다. 중국에서도 중국 파트너사 본토펜트 주도로 2026년 연내에 SMA에 대한 NMPA 승인이 예정되어 있다. 이 또한 주요 확인 사항이다. 미국에서는 우선 3분기에 동사의 세라믹 함유 영구치관용 레진에 대해 미국 FDA 의료기기(510(k)) 허가가 기대된다. 미국 FDA 허가가 이루어지면 메가젠임플란트를 통해 선진시장으로 수출될 것이다. SMA는 미국에서 2022년에 FDA 의료기기(510(k)) 허가를 획득했기 때문에 2026년 하반기 중에 미국 유통사(B)향 초도 물량(5억원 미만)이 3분기 매출로 인식될 것으로 기대된다. 하반기에는 미국 클리닉 수를 확대한다는 계획이다.

셋째, 9월 16일 임시 주총 이후 인수 확정시 4분기에 레이, 메가젠과 협력 매출이 발생할 수 있을 것이다. 우선 레이에서 생산한 CBCT/구강스캐너 중 일부는 그래피의 상품 매출로 3분기말부터 인식될 가능성이 열려 있다. 또한 레이 인수 완료 시점(9월 중순 종결 예정)부터 연결재무제표에 반영될 가능성이 높다. 즉 2026년 4분기부터 그래피의 매출에 분기 400억원 내외의 레이 매출이 그래피의 연결 매출로 합산될 수 있을 것이다. 또한 하반기 내에 미국에서 FDA 허가가 난다면 메가젠 세라믹 함유 영구치관용 소재 매출이 시작될 수 있을 것이다. 마찬가지로 유럽에서 TA-28 SMA 승인이 하반기 중에 이루어진다면 메가젠의 유통망을 통해서 화이트 라벨 형태의 매출이 시작될 수도 있다.

그래피가 레이를 인수함에 따라 양사의 재무구조를 잘 체크할 필요가 있다. 우선 그래피에 대해 살펴보자. 매출채권이 2026년 2분기 말 기준으로 115억원인데 1분기 대비 20억원 내외 증가했다. 매출액 대비 매출채권이 다소 많아 앞으로 계속 지켜볼 필요는 있어 보인다. 2026년 2분기 말 기준 현금 보유액이 11억원, 차입성부채가 123억원이어서 현금이 다소 부족한 상태였다. 그러나 2026년 7월에 사모 전환사채를 통해 483억원, 또한 유상증자(전환우선주)를 통해 121억원(660,541주)을 조달하여 전체 604억원의 자금을 확보했다. 이 중에서 492억원을 투자하여 레이 지분 26.14%를 인수했다. 이를 가감하면 단순 계산상으로 현재 그래피의 현금성 자산은 약 120억원 내외이고, 차입성 부채는 약 123억원 내외로 평가된다.

또한 레이의 영업실적과 재무구조도 중요하다. 2분기 레이의 연결 매출액은 341억원, 영업이익 57억원이다. 레이가 보유한 현금성 자산은 464억원, 차입성 부채는 721억원이다. 2분기 영업흑자 전환에 따라 재무구조에 대한 부담은 다소 감소된 상황이다.

그래피가 자체 사업에 이어 레이의 최대 주주로서의 역할을 하게 됨에 따라 앞으로 영업실적 성장과 자금 창출 역량이 중요하게 되었다. 여기에 자회사 레이의 영업과 자금 현황도 주요한 변수로 자리잡게 되었다. 향후 그래피가 영업흑자 전환에 성공하고, 메가젠 및 레이와의 사업 시너지를 통해 실적 성장을 이어갈 수 있을지, 그리고 레이의 흑자 기조가 지속될 수 있을지가 2026년 하반기 주요 관전 포인트다. 2026년 하반기가 매우 중요하고, 기업가치 변화의 분수령을 맞이할 전망이다. 현재로서는 3사의 전략적 사업시너지가 긍정적으로 평가된다.

표 1. 그래피 제품별 매출 추이

(단위: 억원)

구분	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4Q	2025	1Q	2Q	3QE	4QE	2026E
매출액	43	105	161	23	44	34	104	205	34	63	86	168	351
(증감률)		144.2%	53.3%	84.3%	-15.1%	18.8%	54.3%	27.3%	47.5%	43.8%	150.0%	60.9%	72.7%
형상기억소재	6	23	39	8	18	10	48	83	15	42	50	100	207
기타소재	6	8	16	3	7	4	6	20	2	11	6	9	28
질소경화기	14	31	23	4	5	6	13	27	3	5	5	12	25
기타	7	12	18	2	3	1	10	16	6	1	3	8	18
제품 소계	33	74	96	17	33	21	77	146	26	59	64	129	278
스캐너	1	3	25	1	1	-	3	5	-	1	2	2	5
3D프린트	8	24	32	4	8	9	20	41	6	8	13	30	57
기타	-	1	2	1	-	2	2	5	1	1	3	3	8
상품/기타소계	9	28	59	6	9	10	25	51	7	15	18	35	75
기타/연결 차이	1	3	6	0	2	3	2	8	1	-	11	4	-

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

표 2. 분기별 요약 실적

12월결산	2025				2026E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	23	44	34	104	34	63	86	168
영업이익	-36	-25	-37	-11	-35	-37	-9	44
세전이익	-38	-29	-36	-12	-31	-36	-12	40
순이익	-38	-29	-36	-12	-31	-36	-12	40
YoY(%)								
매출액	84.3	-15.1	18.8	53.4	47.5	43.8	150.0	60.9
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: 그래피, 상상인증권 연결 기준

표 3. 주가 밸류에이션

(단위: 억원, 배)

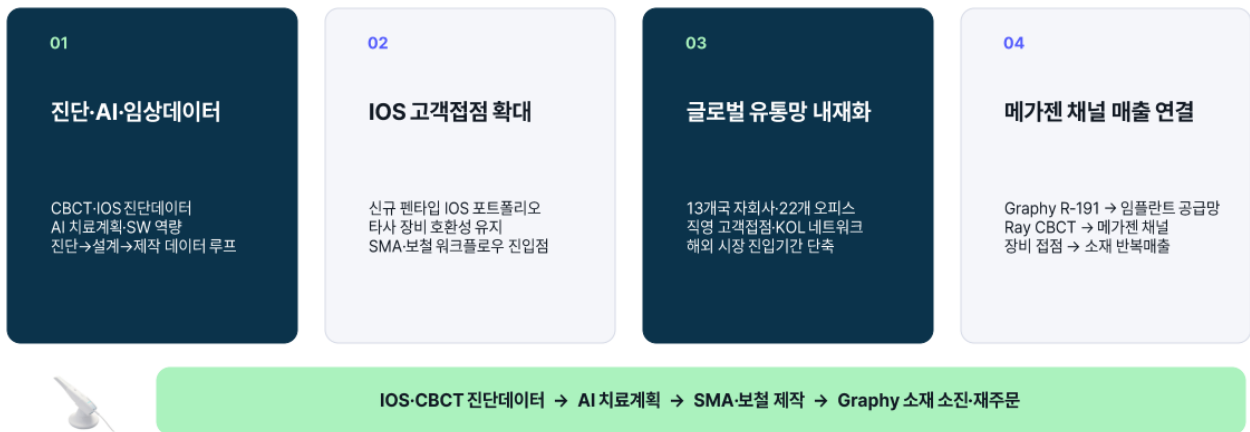
2030년 매출액	1,173	2030년 추정 매출액
원가율 추정치	28%	
판관비율 추정치	36%	SMA 매출 증가 감안 비교적 낮은 판관비율
영업이익	422	
(영업이익률)	36.0%	
세전이익	401	
법인세율	22%	
순이익	312.87	
적정 PER	17	의료기기 섹터 최근 주가 밸류에이션 멀티플 하락 반영
기업가치	5,319	
현재 기업가치 (4년간 할인, 연 5%)	4,376	$PV = FV / (1+r)^n$
발행 주식수(주)	11,054,347	
자기주식수(주)	-	
유통주식수(주)	11,054,347	
적정 주가(원)	39,584	

자료: 상상인증권

그림 1. 레이 지분인수와 메가젠임플란트와 전략적 제휴 사업 시너지

레이 결합으로 진단부터 판매망까지 네 가지 성장축을 확보

개방형 호환성으로 초기 도입비용을 낮추고, 통합 워크플로우로 고객 유지력 강화



자료: 그래피

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	11.2	26.5	54.2	59.8	83.0
현금 및 현금성자산	3.0	0.8	30.6	35.2	50.6
매출채권	4.2	9.0	11.0	12.7	18.2
재고자산	2.2	3.4	4.6	5.8	8.3
비유동자산	10.8	13.2	17.0	22.2	29.0
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	10.2	11.9	15.4	19.8	26.3
무형자산	0.4	0.6	1.4	2.2	2.6
자산총계	22.0	39.7	71.2	81.9	112.1
유동부채	17.8	18.2	33.2	38.6	50.0
매입채무	3.8	4.7	20.9	26.2	37.7
단기금융부채	13.6	12.9	11.5	11.5	11.5
비유동부채	0.3	0.4	20.4	20.4	20.4
장기금융부채	0.1	0.2	20.2	20.2	20.2
부채총계	18.1	18.6	53.6	59.0	70.4
지배주주지분	3.9	21.1	17.6	22.9	41.6
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	-87.0	-81.6	-62.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3.9	21.1	17.6	22.9	41.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	16.1	20.5	35.1	48.4	69.4
매출원가	8.5	8.3	7.9	11.3	16.0
매출총이익	7.7	12.3	27.1	37.1	53.4
판매비와 관리비	16.8	23.3	30.5	30.1	31.0
영업이익	-9.2	-11.1	-3.4	7.0	22.4
EBITDA	-8.3	-10.0	-1.9	9.5	25.6
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	0.3	0.4
세전계속사업이익	-32.7	-11.6	-3.6	6.1	21.6
계속사업법인세비용	0.0	0.1	0.0	0.8	2.9
당기순이익	-32.7	-11.7	-3.6	5.4	18.7
지배주주순이익	-32.7	-11.7	-3.6	5.4	18.7
매출총이익률 (%)	47.5	59.7	77.3	76.7	77.0
영업이익률 (%)	-56.9	-53.8	-9.6	14.5	32.3
EBITDA 마진률 (%)	-51.3	-48.7	-5.3	19.6	36.9
세전이익률 (%)	-202.6	-56.5	-10.3	12.6	31.1
지배주주순이익률 (%)	-202.6	-56.8	-10.3	11.1	27.0
ROA (%)	-147.8	-37.8	-6.5	7.0	19.3
ROE (%)	n/a	-93.7	-18.7	26.5	57.9
ROIC (%)	-48.3	-45.6	-14.3	43.1	111.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-9.6	-15.1	9.9	10.3	25.2
당기순이익(손실)	-32.7	-11.7	-3.6	5.4	18.7
현금수익비용가감	25.7	3.6	1.0	2.5	3.2
유형자산감가상각비	0.7	0.7	0.9	1.2	1.6
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
투자활동 현금흐름	1.4	-14.9	1.2	-5.6	-9.8
유형자산 처분(취득)	-0.1	-1.0	-3.8	-5.6	-8.0
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
재무활동 현금흐름	8.0	27.7	18.6	0.0	0.0
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
현금의 증감	-0.2	-2.2	29.8	4.6	15.4
기초현금	3.3	3.0	0.8	30.6	35.2
기말현금	3.0	0.8	30.6	35.2	50.6

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	0.0	n/a	n/a	42.4	12.1
P/B	0.0	13.0	12.9	9.9	5.5
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	23.3	8.0
P/S	n/a	13.3	6.5	4.7	3.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	54.3	27.3	70.7	38.0	43.4
영업이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	218.9
세전이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	253.3
지배주주순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	249.3
EPS 증가율	적지	적지	적지	흑전	249.3
안정성 (%)					
부채비율	470.0	88.6	305.2	257.3	169.2
유동비율	62.7	145.6	163.1	154.9	166.0
순차입금/자기자본	264.2	0.4	-26.2	-31.6	-53.8
영업이익/금융비용	-2.4	-17.6	-3.3	5.3	16.9
총차입금 (십억원)	13.7	13.2	31.7	31.7	31.7
순차입금 (십억원)	10.2	0.1	-4.6	-7.2	-22.4
주당지표 (원)					
EPS	-3,618	-1,050	-324	481	1,681
BPS	427	1,893	1,579	2,061	3,742
SPS	1,784	1,847	3,150	4,348	6,236
DPS	0	0	0	0	0

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 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		