



## IV 리서치

### Company Note

2026.07.02

Analyst 김병준

E-Mail: ivresearch@naver.com

Telegram: t.me/IVResearch

### 투자의견 Not Rated

목표주가	- 원
현재주가	16,650 원
Upside	- %

### Company Info

주요주주	(%)
안성환 외 16 인	15.6

### Stock Info

기준일	2026년 07월 01일
산업분류	코스닥 화학
KOSDAQ(pt)	929.35
시가총액 (억원)	1,860
발행주식수 (천주)	11,173
외국인 지분율 (%)	8.75
유동비율 (%)	69.28
52 주 고가 (원)	69,000
저가 (원)	8,210

### 주가 추이



# 그래피 (318060)

## 하반기 실적에 주목

### 기업개요

동사는 치과용 3D Printing 소재 기반의 디지털 교정 솔루션 기업이다. 세계 최초로 Direct 3D Printing 방식의 Shape Memory Aligner(SMA)를 상용화했으며, Oligomer 자체 설계 기술을 기반으로 형상기억 광경화성 레진을 개발하고 있다. In-house, Central Manufacturing, White Label 의 세 가지 사업모델을 통해 국가별 시장 환경에 맞춘 글로벌 사업을 확대하고 있다.

### Oligomer 소재 기술 기반의 높은 진입장벽

글로벌 교정시장은 환자 치료비 기준 약 100 조원 규모로 추정되지만, 투명교정은 전체 교정시장의 약 30% 수준에 머물러 있다. 기존 Thermoforming 방식은 장착 이후 시간이 지날수록 교정력이 감소해 발치 교정과 복잡한 치아 이동에서 적용 범위가 제한적이었다. 동사는 Oligomer 자체 설계 기술을 기반으로 형상기억 광경화성 레진을 개발했으며, 이를 Direct 3D Printing 방식의 SMA 에 적용해 기존 투명교정의 한계를 보완했다. 약 20 만 건 이상의 글로벌 임상 데이터와 의료진 레퍼런스, 특허, 인허가, 핵심 원료 관리 체계까지 축적되면서 소재 기술 기반의 진입장벽도 구축하고 있다.

### 국가별 시장 구조에 맞춘 글로벌 확장

동사는 동일한 제품을 일괄적으로 공급하기보다 국가별 시장 구조에 맞춰 사업모델을 달리하고 있다. 미국은 In-house, Central Manufacturing, White Label 세 가지 사업모델을 모두 적용하고 있다. 미국 법인과 대형 유통사 파트너십을 기반으로 장비와 소재 공급을 확대하는 동시에 DSO 향 Retainer 사업을 통해 의료진의 제품 사용 경험을 확보한 뒤 SMA 로 확장하는 전략을 추진하고 있다. 중국은 현지 브랜드 선호도가 높은 시장 특성을 고려해 White Label 중심으로 접근하고 있다. 글로벌 교정시장 내 미국과 중국이 연간 신규 교정 환자 기준 약 50%를 차지하는 만큼, 주요 시장에서의 사업모델 안착 여부가 향후 성장의 핵심 변수다.

### 하반기 매출 확대에 따른 실적 개선 기대

2025 년 매출은 205 억원으로 증권신고서 당시 가이드스 265 억원의 약 77%를 달성했다. IPO 일정 지연에 따른 자금 운용 제약으로 2 분기부터 장비 매입과 고객사 여신 제공이 제한되며 연간 실적은 가이드스를 하회했다. 다만 2025 년 4 분기에만 104 억원의 매출을 기록하며 처음으로 분기 매출 100 억원과 분기 손익분기점(BEP)을 달성했다. 동사의 매출은 치과와 딜러의 연말 장비 구매 수요로 4 분기 비중이 높은 구조다. 올해는 미국, 중국, 유럽 등에서 구축한 글로벌 사업 기반이 점진적으로 매출에 반영되는 구간이다. 하반기에는 SMA 의 유럽 CE MDR 승인과 영구치관용 레진의 미국 FDA 510(k) 승인 여부가 주요 모멘텀으로 작용할 전망이다. 연간 GPM 65% 기준 손익분기점은 약 385 억원 수준이며, 하반기 해외 매출 확대 여부가 연간 흑자전환의 핵심 변수로 판단된다.

구분(억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	31	43	104	161	205
영업이익	-50	-75	-70	-92	-111
영업이익률	-	-	-	-	-
지배순이익	-72	-177	-54	-327	-117
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	12.9
ROE	-	-	-	-	-

(Source: IV Research)

## 기업개요

동사는 2017 년 설립된 치과용 3D 프린팅 소재 및 투명교정장치 기업이다. 세계 최초로 Direct 3D Printing 방식의 Shape Memory Aligner(SMA)를 상용화했으며, 자체 개발한 광경화성 레진 소재를 기반으로 교정 및 치과용 3D 프린팅 소재 사업을 영위하고 있다.

현재 사업은 교정부문과 치과용 3D 프린팅 소재부문으로 구성된다. 교정부문에서는 SMA 와 Retainer 를 공급하고 있으며, 치과용 3D 프린팅 소재부문에서는 광경화성 레진 소재를 기반으로 치과용 소재를 개발 및 생산하고 있다. 또한, 국가별 인허가 환경과 유통 구조에 맞춰 In-house, Central Manufacturing, White Label 의 세 가지 사업모형을 운영하며 글로벌 시장을 확대하고 있다.

시장에서는 동사를 SMA 를 개발한 투명교정 기업으로 인식하는 경우가 많다. 그러나 동사의 경쟁력은 SMA 자체보다 이를 구현하는 치과용 3D 프린팅 소재 기술에 있다. 동사는 광경화성 레진의 핵심 원료인 Oligomer를 자체 설계 및 합성하고 있으며, 이를 기반으로 형상기억 소재를 개발하고 있다. SMA 의 차별성도 이러한 소재 기술에서 비롯된다.

Figure 1. 그래피 제품 라인업



(Source: 그래피, IV Research)

## 기존 투명교정의 한계와 SMA 의 등장

글로벌 교정시장은 환자 치료비 기준 약 100 조 원, 공급자 매출 기준 약 40 조 원 규모로 추정되며, 2030년에는 약 160 조 원까지 성장할 것으로 전망된다. 심미성에 대한 관심이 높아지고 성인 교정 수요가 증가하면서 투명교정 시장도 빠르게 성장하고 있다. 그러나 현재 투명교정은 전체 교정시장의 약 30% 수준에 머물러 있으며, 여전히 브라켓 교정이 가장 널리 사용되고 있다.

브라켓 교정은 발치 교정과 복잡한 치아 이동을 포함한 다양한 치료에 적용할 수 있다는 장점이 있다. 반면 심미성이 낮고 음식물 섭취와 구강 관리가 불편하며, 치료 과정에서 반복적인 와이어 조정이 필요하다. 이에 따라 환자는 여러 차례 치과를 방문해야 하며, 치과는 환자 1 명을 진료하는 데 소요되는 시간(Chair Time)이 길어진다.

이러한 불편을 개선하기 위해 1997 년 Align Technology 가 투명교정장치인 Invisalign 을 출시하면서 투명교정 시장이 본격적으로 형성됐다. Invisalign 은 심미성과 착용 편의성을 바탕으로 빠르게 보급됐지만, 대부분 Thermoforming(열성형) 방식으로 제작된다는 기술적 한계를 가지고 있다. Thermoforming 은 치아 모형 위에 투명 플라스틱 시트를 가열한 뒤 압착해 교정장치를 제작하는 방식으로, 현재 대부분의 투명교정장치에 적용되고 있다.

Thermoforming 방식은 제작 공정이 단순하지만, 장착 이후 시간이 지날수록 교정력이 감소하는 특성이 있다. 교정력이 일정하게 유지되지 않으면 치료 계획과 실제 치아 이동에 차이가 발생할 수 있으며, 발치 교정이나 복잡한 치아 이동에서는 어태치먼트, 고무줄, 미니스크류 등 보조장치를 함께 사용하는 경우가 많다. 또한 치료 계획과 실제 치아 이동 간 차이가 커질 경우 장치를 다시 제작해야 할 수 있다. 이에 따라 치과는 재제작 비용이 발생하고, 환자는 치료 기간과 내원 횟수가 늘어날 수 있다.

동사는 이러한 Thermoforming 방식의 한계를 개선하기 위해 Direct 3D Printing 기반의 Shape Memory Aligner(SMA)를 개발했다. Direct 3D Printing 은 치아 모형 위에 장치를 열성형하는 기존 방식과 달리, 형상기억 소재를 이용해 교정장치를 직접 출력하는 제조 방식이다. 제조 방식과 소재가 달라지면서 기존 Thermoforming 방식과는 다른 물성을 구현할 수 있다. 이러한 소재 기술이 SMA의 차별성을 구현하는 기반이다.

Figure 2. 기존 교정기술과 SMA의 치료 방식 비교



(Source: 그래피, IV Research)

### SMA, 기존 투명교정의 한계를 보완한 소재 기술

기존 Thermoforming 방식은 장착 직후에는 충분한 교정력을 제공하지만, 시간이 지날수록 소재의 탄성이 감소하면서 교정력이 빠르게 약해지는 단점이 있다. 장착 후 약 8 시간이 지나면 교정력은 초기 대비 40~64% 감소하며, 장치가 설계한 힘을 지속적으로 유지하기 어렵다. 교정력이 감소하면 치료 계획과 실제 치아 이동에 차이가 발생할 수 있다. 특히 발치 교정이나 복잡한 치아 이동에서는 어태치먼트, 고무줄, 미니스크류 등 보조장치를 추가로 사용하는 경우가 많다.

SMA 는 이러한 한계를 해결하기 위해 형상기억 특성을 가진 광경화성 레진을 Direct 3D Printing 방식으로 직접 출력해 제작한다. 형상기억 소재는 약 30~31°C 의 구강 내 체온에서 활성화되며 원래 설계된 형태로 복원되려는 특성을 가진다. 이 과정에서 지속적인 복원력이 발생하며, 교정학에서 이상적인 교정력으로 알려진 0.10N~1.18N 수준의 Light Force 를 안정적으로 전달할 수 있다.

일정한 교정력이 유지될수록 치료 계획과 실제 치아 이동 간 차이를 줄일 수 있다. 이러한 특성은 평행 이동 기준 99.6%의 치료 예측성으로 확인됐다. 치료 계획과 실제 치아 이동 간 차이가 줄어들면서 장치 재제작과 보조장치 사용을 줄일 수 있으며, 기존 투명교정으로는 적용이 제한적이었던 발치 교정과 복잡한 치아 이동까지 적용 범위를 확대했다.

치료 과정의 효율도 함께 개선된다. 장치 재제작이 감소하면 환자는 추가 내원 횟수를 줄일 수 있고, 치과는 장치 재제작과 치료 계획 수정에 투입되는 시간을 줄일 수 있어 Chair Time 단축을 통해 동일한 진료시간 동안 더 많은 환자를 진료할 수 있다.

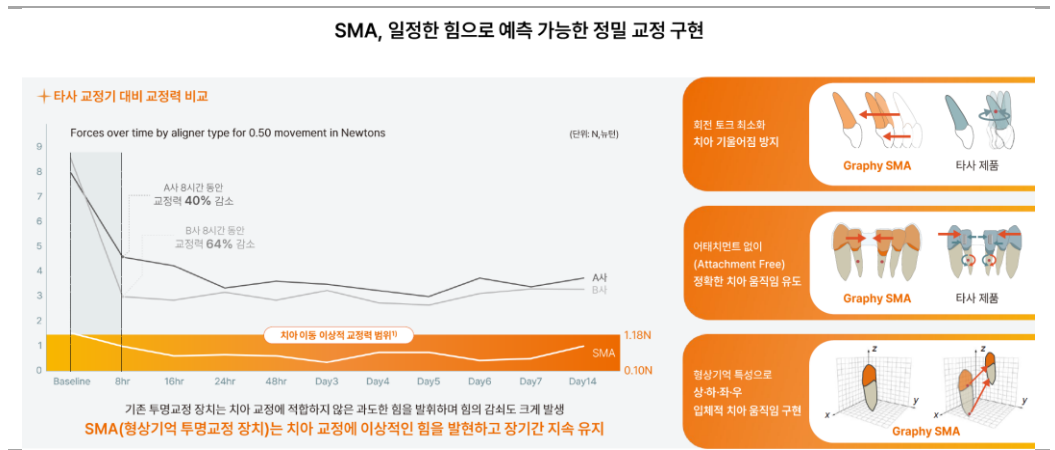
임상 데이터도 꾸준히 축적되고 있다. 현재 약 20 만 건 이상의 글로벌 임상 데이터를 확보했으며, SCI 급 논문을 포함한 다수의 연구 결과를 발표했다. 이처럼 축적된 임상 데이터는 의료가 시장에서 의료진의 제품 채택을 결정하는 중요한 레퍼런스로 활용된다. 사용 의료진이 증가할수록 임상 데이터도 함께 축적되고, 축적된 임상 레퍼런스는 다시 새로운 의료진의 제품 도입으로 이어지는 선순환 구조를 형성한다.

Figure 3. Direct 3D Printing 과 SMA 의 정밀 치아 밀착 기술



(Source: 그래피, IV Research)

Figure 4. SMA 의 일정한 교정력 유지와 치료 예측성 향상



(Source: A biomechanical case study on the optimal orthodontic force on the maxillary canine tooth based on finite element analysis, 그래피, IV Research)

Figure 5. SMA 의 고난도 치아 이동 구현

**어태치먼트 없이 다양한 고난도 교정이 가능한 혁신 솔루션**

**Graphy**  
Shape Memory Aligner

**'어태치먼트 사용 없이' 다양한 임상케이스 교정 가능**

- 어태치먼트 사용 없이 정확한 치아 움직임 구현
- 어태치먼트 사용하지 않아 우수한 심미성 제공
- 어태치먼트에 의한 이물감 없음
- 어태치먼트에 의한 치아 손상 없음

**+ SMA 임상 적용 범위**

Level	Condition	Before	After
Level 5	크라운딩 심함 견차소구치회전계선		
Level 4	크라운딩 심함 절치 증후		
Level 3	크라운딩 심함 (9mm 이상)		
Level 2	크라운딩 중증도 (5-8mm)		
Level 1	크라운딩 경미 (4mm 이하)		

**타사 제품**

**'어태치먼트 사용 없이' 고난도 임상케이스 치료 불가**

- 치아 움직임 구현의 한계로 난이도가 높을수록 어태치먼트 사용이 강제됨
- 어태치먼트 사용에 의한 심미성 저하
- 어태치먼트에 의한 이물감 발생
- 어태치먼트 장착면 치아 손상 발생

(Source: 그래피, IV Research)

Figure 6. 교정 전문의와 환자 관점에서 본 SMA의 경쟁력



(Source: 그래피, IV Research)

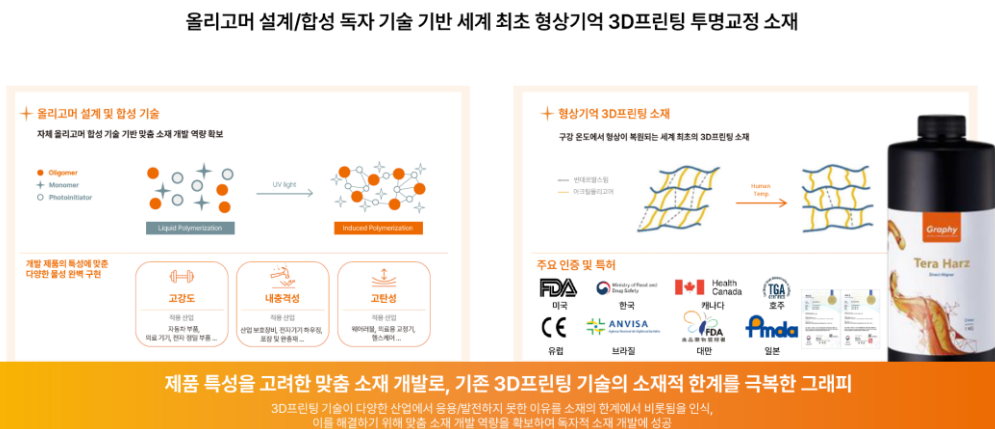
### Oligomer, 소재 경쟁력의 핵심

치과용 3D Printing 소재의 성능은 광경화성 레진의 물성에 따라 달라진다. 그중 Oligomer는 강도와 탄성, 복원력, 내구성 등 최종 물성을 좌우하는 핵심 원료다. 동일한 3D Printer와 제조 공정을 사용하더라도 Oligomer의 종류와 조성에 따라 최종 제품의 성능은 달라질 수 있다.

이러한 핵심 소재 기술은 후발업체가 단기간에 확보하기 어렵다. 당사는 Oligomer 관련 국내외 특허와 PCT 특허를 확보하고 있다. 핵심 원료는 입고 단계부터 코드화해 관리하고 있으며, 생산 공정 역시 접근 권한을 제한해 운영하고 있다. 여기에 의료기기 인허가, 글로벌 임상 데이터, SCI 논문, 의료진 레퍼런스까지 함께 축적되어 후발업체가 동일한 경쟁력을 확보하기까지는 최소 7~10년이 소요될 것으로 예상된다.

현재 광경화성 레진 생산능력(CAPA)은 연간 378톤 규모다. 현재 공급가격 기준 약 2,450억원 수준의 매출에 대응할 수 있는 생산능력을 확보하고 있으며, 동일한 규모의 생산설비를 추가 증설하는 데 필요한 투자비는 약 20억원 수준이다. 향후 소재 수요 증가에 맞춰 생산능력을 확대하는 데에도 부담이 크지 않은 구조다.

Figure 7. Oligomer 기반 형상기억 소재 기술



(Source: 그래피, IV Research)

## 사업모델

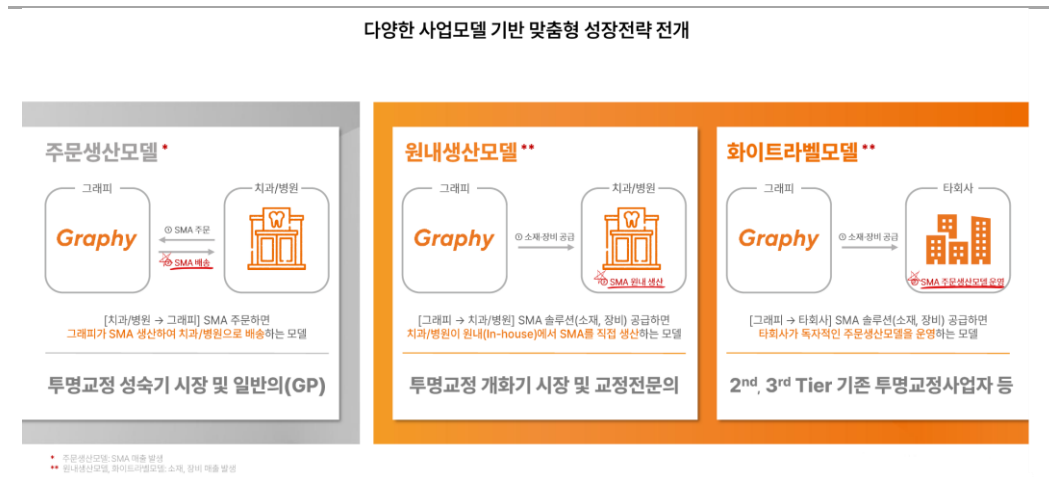
동사는 고객의 규모와 치과 운영 방식에 따라 In-house, Central Manufacturing, White Label 의 세 가지 사업모델을 운영하고 있다. 동일한 SMA 라도 고객의 투자 여력과 생산 환경에 맞춰 공급 방식을 달리하는 것이 특징이다.

In-house 는 치과가 직접 SMA 를 제작하는 모델이다. 치과는 구강스캐너를 통해 환자의 치아를 스캔한 뒤 치료 계획을 수립하고, 3D Printer 를 이용해 SMA 를 직접 출력한다. 이후 잔여 레진 제거와 질소 경화 과정을 거쳐 최종 교정장치를 제작한다. 이를 위해 동사는 형상기억 소재와 질소 경화기, 잔여 레진 제거 장비 등을 함께 공급하고 있다. 구강스캐너를 제외한 시스템 구축 비용은 약 1,000 만원대 초중반 수준이며, 환자 약 2 케이스만 치료해도 초기 투자비를 회수할 수 있다. 이후에는 SMA 제작에 필요한 광경화성 레진을 지속적으로 공급하는 구조로 반복적인 소재 매출이 발생한다.

Central Manufacturing 은 초기 장비 투자 없이 SMA 를 도입하려는 치과를 위한 사업모델이다. 장비 도입 전 SMA 를 먼저 적용해보고 싶은 치과나, 교정 환자가 많지 않아 자체 생산설비 구축의 경제성이 낮은 치과에 적합하다. 치과가 환자 데이터와 치료 계획을 전달하면 동사가 SMA 를 제작해 공급하며, 치과는 별도의 생산설비 없이도 SMA 를 사용할 수 있다. 공급가격은 케이스 난이도에 따라 약 80 만~150 만원 수준으로, 기존 글로벌 투명교정 업체의 기공비 약 200 만원 대비 가격 경쟁력을 확보하고 있다.

White Label 은 자체 브랜드와 영업망을 보유한 현지 투명교정 업체를 대상으로 하는 사업모델이다. 동사는 SMA 생산 시스템과 형상기억 소재를 공급하고, 파트너사는 기존 브랜드를 통해 제품을 판매한다. 신규 브랜드를 직접 구축하는 과정 없이 이미 확보된 고객 기반과 영업망을 활용할 수 있어 해외 시장 진입 속도를 높일 수 있다. 특히 현지 브랜드의 시장 경쟁력과 동사의 소재 기술을 결합할 수 있다는 점에서 해외 사업 확장의 효율성을 높이는 사업모델이다.

Figure 8. 고객 특성에 따른 3 가지 사업모델

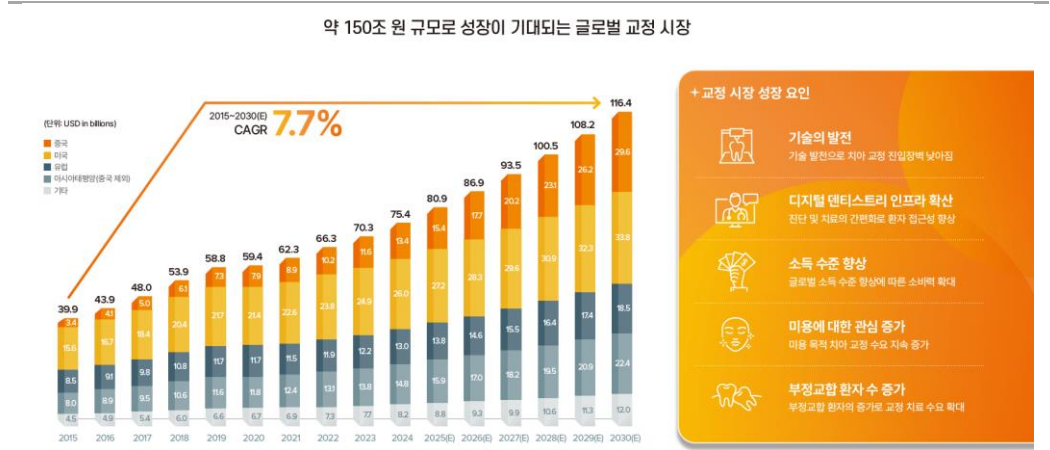


(Source: 그래피, IV Research)

## 글로벌 시장 전략

글로벌 교정시장은 환자 치료비 기준 약 100 조원, 공급자 매출 기준 약 40 조원 규모로 추정된다. 2030년에는 약 160 조원까지 성장할 것으로 전망되며, 연간 신규 교정 환자는 약 2,000 만명 수준이다. 이 가운데 미국은 약 600 만명, 중국은 약 400 만명으로 두 국가가 전체 시장의 약 50%를 차지하는 핵심 시장이다. 동사는 국가별 시장 구조와 유통 환경이 서로 다른 점을 고려해 동일한 사업모델을 적용하기보다 국가별 특성에 맞춘 전략을 추진하고 있다.

Figure 9. 글로벌 교정 시장 성장 전망



(Source: 그래피, IV Research)

## 미국 시장

미국은 글로벌 최대 교정시장이다. 현재 미국에서는 투명교정이 전체 교정시장의 약 30%까지 침투했으며, Align Technology 의 Invisalign 이 투명교정 시장의 약 75~80%를 점유하고 있다. Align Technology 전체 매출의 절반 이상이 미국에서 발생할 만큼 미국은 글로벌 투명교정 시장의 중심이다. 그러나 기존 Thermoforming 방식은 복잡한 치아 아동과 발치 교정 적용에 한계가 있어 투명교정의 침투율이 더 확대되는 데에는 기술적 제약이 존재한다. 동사는 SMA 를 통해 이러한 한계를 보완하고 적용 범위를 확대하는 것을 목표로 하고 있다. 다만 SMA 는 의료진의 치료계획 수립과 임상 경험이 중요한 제품인 만큼 초기 도입에는 일정 수준의 학습 과정이 필요하다.

이에 따라 동사는 Retainer 를 미국 시장의 초기 진입 제품으로 활용하고 있다. Retainer 는 SMA 대비 의료진의 사용 부담이 낮아 소재와 제품 성능을 먼저 경험시키기에 적합하다. 동사는 미국 3대 덴탈 유통사인 Benco Dental 과 딜러십 계약을 체결했으며, Benco Dental 을 통한 초도 물량 공급을 추진하고 있다. Benco Dental 과의 딜러십 계약은 SMA 소재뿐 아니라 3D Printer, 질소경화기 등 장비와 치과용 소재 전반을 포함한다. 이를 통해 기존 치과 네트워크를 활용한 제품 공급이 가능해지며 미국 시장 내 판매 기반 확대가 기대된다. 동시에 미국 최대 DSO 인 Heartland Dental 과 교정 전문 DSO 인 Smile Doctors 를 대상으로 Retainer 소재 테스트를 진행 중이다. Smile Doctors 는 약 450 개 치과 네트워크를 보유하고 있어, 테스트 이후 Retainer 공급이 SMA 공급으로 확대될 경우 대형 DSO 레퍼런스 확보가 가능하다. 여기에 플로리다 SMA 생산거점이 구축되면 미국 클리닉으로부터 직접 주문을 받아 현지에서 제작 및 납품하는 Central Manufacturing 모델까지 병행할 수 있다.

## 중국 시장

중국은 글로벌 2 위 교정시장이다. 시장 규모는 미국 다음으로 크지만 자국 브랜드 선호도가 높고 현지 업체 중심으로 시장이 형성되어 있다. 실제 중국 투명교정 시장은 Angelalign 과 Smartee 가 상위권을 차지하고 있으며, 글로벌 1 위 업체인 인비절라인도 중국에서는 3 위권에 머물고 있다. 이에 따라 동사는 자체 브랜드를 직접 확대하기보다 White Label 전략을 선택했다.

중국 파트너사인 Bondent 는 DoctorClear 브랜드를 운영하고 있으며, 약 100 개 이상의 치과 네트워크와 8 개 기공소를 확보하고 있다. 동사는 SMA 생산 시스템과 형상기억 소재를 공급하고, Bondent 는 기존 브랜드와 영업망을 활용해 제품을 판매하는 구조다. 자체 브랜드를 육성하는 데 필요한 시간과 비용을 줄이는 동시에, 기존 고객 기반을 활용해 시장 진입 속도를 높일 수 있다는 점이 강점이다.

## 유럽 시장

유럽 역시 White Label 전략을 통해 시장을 확대하고 있다. 대표 파트너사는 독일 Medentis Medical 로, 글로벌 1 위 덴탈 유통기업 Henry Schein 의 자회사다. Medentis 는 동사의 SMA 생산 시스템을 도입해 2025 년 4 월 ICX Aligner 브랜드를 출시했으며, 이를 통해 유럽 시장 공략에 나서고 있다. 유럽의 White Label 전략은 중국과 접근 방식이 다르다. 중국은 현지 브랜드 선호도가 강한 시장 특성에 대응하기 위해 White Label 을 활용하고 있다면, 유럽은 기존 투명교정 업체들의 기술 차별화 수요를 공략하는 데 초점을 맞추고 있다.

## 일본/중남미 시장

일본은 KOL(Key Opinion Leader) 중심으로 시장을 확대하고 있다. 동사는 일본 KOL 인 Dr. Ojima 를 중심으로 SMA 침투율을 높이는 전략을 추진하고 있으며, 현지 의료진 교육과 임상 레퍼런스 확보를 병행하고 있다. 일본은 단기간 물량 확대보다 의료진 신뢰도와 교육 체계 구축이 중요한 시장으로, KOL 네트워크를 기반으로 In-house 모델 확대를 추진할 계획이다.

중남미는 In-house 모델 확산 속도가 빠른 지역이다. 기존 글로벌 투명교정 브랜드의 높은 가격 부담이 존재하는 시장으로, 동사의 낮은 원가 구조와 원내 제작 모델이 상대적으로 적합하다. 현재 멕시코, 칠레, 엘살바도르 등 주요 국가에서 인지도를 확대하고 있으며, 개발도상국 교정 전문의 수요를 In-house 모델로 흡수하는 전략이다.

## 메가젠임플란트와의 협력

동사는 2026 년 6 월 16 일 메가젠임플란트와 디지털 덴티스트리 분야 전략적 업무협약(MOU)을 체결했다. 양사는 치과용 소재와 디지털 치료 솔루션을 중심으로 협력을 확대하고 있으며, 현재는 영구치관용 레진, 수술가이드용 레진, SMA 를 중심으로 공급 모델을 논의하고 있다.

우선 영구치관용 레진은 협력이 가장 빠르게 진행되고 있는 분야다. 메가젠은 기존 지르코니아를 절삭가공(Milling)해 제작하던 크라운을 3D Printing 방식으로 전환하는 방안을 검토하고 있으며, 동사의 영구치관용 레진에 대한 소재 테스트도 완료했다. 현재는 미국과 선진시장 공급을 목표로 세라믹 함유 방사선 불투과 레진을 개발 중이며, 미국 FDA 510(k)와 국내 MFDS 인허가가 향후 주요 이벤트가 될 전망이다. 인허가가 완료될 경우 메가젠의 글로벌 네트워크를 통한 공급도 가능할 것으로 기대된다.

수술가이드용 소재도 협력 가능성이 높은 분야다. 현재 메가젠 박광범 회장이 운영하는 대구 미르치과에서는 동사의 수술가이드용 레진을 사용하고 있으며, 향후 메가젠의 디지털 임플란트 플랫폼인 R2GATE 의 순정 소재로 채택될 경우 임플란트 시술 과정에서 반복적으로 사용되는 소재 매출로 이어질 수 있다.

투명교정 분야에서도 협력이 추진되고 있다. 메가젠은 자체 투명교정 브랜드를 보유하고 있으며, 유럽을 중심으로 White Label 방식의 사업 확대를 추진하고 있다. 동사는 형상기억 소재와 생산 시스템을 제공하고 메가젠은 기존 브랜드와 글로벌 영업망을 활용하는 구조로, 유럽 시장을 중심으로 SMA 공급 확대가 가능할 것으로 기대된다.

## 하반기 매출 확대에 따른 실적 개선 전망

2025 년 매출은 205 억원으로, 증권신고서 당시 제시했던 265 억원 가이드언스의 약 77%를 달성했다. 가이드언스 미달의 주된 원인은 IPO 일정 지연에 따른 자금 운용 제약이다. 당초 5 월로 계획했던 IPO 가 3 개월 이상 지연되면서 2 분기부터 장비 매입과 고객사 대상 여신 제공을 제한했고, 3 분기 초까지 적극적인 매출 확대 전략을 펼치기 어려웠다.

다만 동사의 실적은 사업 특성상 하반기, 특히 4 분기에 집중되는 계절성을 보인다. 주요 고객인 치과는 연말 세금 절감을 위해 장비와 기자재를 연말에 구매하는 경우가 많고, 달러 역시 연말 수요에 대비해 재고를 확보하는 경향이 있기 때문이다. 실제 2025 년에는 3 분기 누적 매출 101 억원 이후 4 분기에만 104 억원의 매출을 기록하며 처음으로 분기 매출 100 억원을 돌파했고, 분기 기준 손익분기점(BEP)도 달성했다.

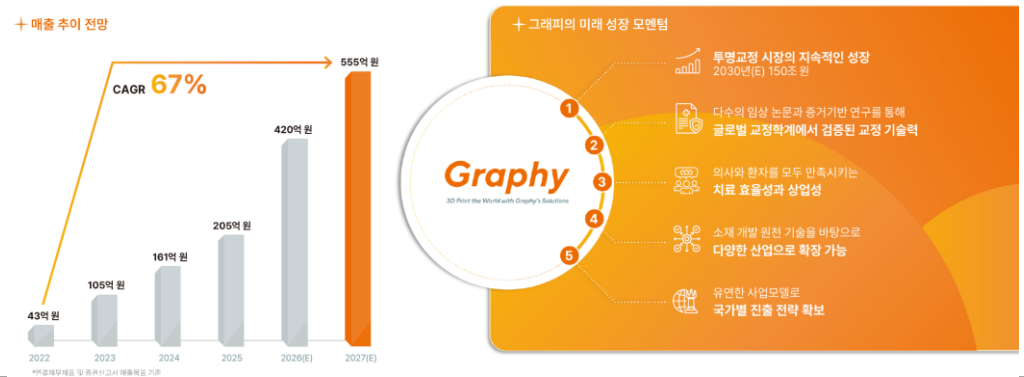
이러한 계절성을 고려하면 1 분기 실적만으로 연간 실적을 판단하기에는 한계가 있다. 지난해가 글로벌 사업 기반을 구축하는 시기였다면, 올해는 구축된 영업망이 매출로 연결되는 구간이다. 미국에서는 Benco Dental 을 통한 유통망 확대와 DSO 테스트가 진행되고 있으며, 중국 역시 White Label 사업이 순차적으로 확대되고 있다. 하반기로 갈수록 해외 매출 비중이 높아질 것으로 기대된다. 하반기에는 주요 인허가 이벤트도 예정되어 있다. SMA 의 유럽 CE MDR 승인과 세라믹 함유 영구치관용 레진의 미국 FDA 510(k) 승인이 기대된다. 특히 영구치관용 레진은 승인 완료 이후 메가젠임플란트를 통한 선진시장 공급이 가능해질 것으로 예상되는 만큼, 소재 사업 확대의 중요한 변곡점이 될 것으로 판단된다.

1 분기 판관비는 약 60 억원을 기록했으며, 이를 기준으로 연간 판관비는 약 250 억원 수준으로 추정된다. 연간 GPM 65%를 적용하면 손익분기점은 약 385 억원 수준으로 계산된다. 3 분기 매출이 100 억원 수준까지 확대될 경우 지난해 4 분기에 이어 분기 흑자전환이 가능하다. 또한, 하반기 매출이 계획대로 확대될 경우 연간 매출 400 억원 달성과 함께 연간 흑자전환도 가능할 것으로 판단된다.

다만, 매출채권 증가는 지속적으로 점검할 필요가 있다. 해외 사업 확대와 함께 장비 판매가 증가하면서 매출채권도 함께 늘어나는 구조다. 기본적으로는 입금 후 선적을 원칙으로 운영하고 있으며, 고객사 여신도 최대 60 일 이내로 관리하고 있다. 다만 장기간 거래한 우량 고객의 대규모 발주에 대해서는 계약금 수령 후 먼저 납품하는 경우가 있어 일부 거래는 회수기간이 최장 6 개월까지 늘어날 수 있다. 현재 대부분의 매출채권은 정상적으로 회수되고 있으며, 회사도 매년 일정 수준의 대손충당금을 반영하고 있다는 점에서 현 시점의 매출채권 증가는 해외 사업 확대 과정에서 나타나는 운전자금 부담으로 판단된다.

Figure 10. 매출 가이드선스 및 성장 모멘텀

압도적 기술력과 산업 확장성 기반, 고성장 시장을 선도하는 그래피



(Source: 그래피, IV Research)

**▶ Compliance Notice**

- 동 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었으며, 본 작성자는 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있음을 확인합니다.
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 당사의 투자이사결정을 위한 정보제공을 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.