

코세스 (089890/KQ)

수주에서 실적으로, 다시 주목할 시점

미래산업/미드스몰캡. 허선재 / sunjae.heo@sks.co.kr / 3773-8197

Signal: 실적 및 멀티플 동반 개선 국면 진입

Key: 블루에너지향 반복 수주 및 실적 인식 본격화 전망

Step: 현재 주가는 현저한 저평가 구간, 비중 확대 유효

매수(유지)

목표주가: 55,000 원(상향)

현재주가: 31,500 원

상승여력: 74.6%

STOCK DATA

주가(26/10/19)	31,500 원
KOSDAQ	808.89 pt
52주 최고가	50,500 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,658 만주
시가총액	522 십억원
주요주주	
박명순(외 1)	49.78%
자사주	0.00%
외국인 지분율	3.47%

주가 및 상대수익률



급락 이후 회복 국면, 연말 주가·실적 모멘텀 집중

▶ 26 년에만 블루에너지향 신규 수주 2,000 억원을 확보했음에도 동사 주가는 5 월 고점 5.1만원에서 → 7 월 저점 1.6 만원까지 약 70% 급락한 후 → 10 월 현재 3.15 만원까지 회복한 상황이다. 주가 하락은 ①국내 증시 급락(코스피 6/19~7/29 -44%) ②블루에너지 주가 하락(6/25~7/29 -55%)에 따른 국내 밸류체인 투자심리 악화 ③동사의 상반기 실적 공백(1H26 영업이익 YoY -34%)이 겹친 결과다.

▶ 지금 코세스에 주목할 만한 이유는 연말까지 주가·실적 모멘텀이 집중되며 주가 반등 흐름이 본격화될 것으로 전망되기 때문이다. ①10 월 말 블루에너지 실적 발표를 계기로 한 국내 밸류체인 투자심리 개선 ②11 월 발표될 3Q26 실적부터 블루에너지향 장비 매출 인식에 따른 큰 폭의 실적 성장 ③연말부터 반영될 27 년 신규 수주 기대감까지 더해지며 주가 상승 흐름이 이어질 것으로 기대된다.

3Q26 첫 SOFC 매출 인식, 본격적인 실적 성장 구간 진입

▶ 3Q26 실적은 매출액 599 억원(+170.0% YoY, 이하 YoY 생략)과 영업이익 182 억원(+410.0%, OPM30.3%)으로 추정된다. 4Q25 블루에너지로부터 수주한 366 억원 규모의 SOFC 장비가 매출로 인식되며 SOFC 매출 비중이 60%대까지 확대될 전망이다. 이에 반도체 장비업체에서 SOFC 장비업체로 매출 구조가 전환되는 첫 분기가 될 것으로 판단된다. 특히 초도 생산 물량임에도 반도체 장비에서 축적한 정밀 제조 역량을 바탕으로 당초 예상보다 빠르게 높은 수익성을 확보한 것으로 파악되며, 26 년 SOFC 부문의 영업이익률은 기존 추정치 24.5%에서 28.5%까지 높아질 것으로 예상된다.

27 년 영업이익 766 억원 전망, 목표주가 5.5 만원으로 상향

▶ 26 년과 27 년 영업이익을 각각 505 억원(+190.3%, OPM 27.6%), 766 억원(+51.7%, OPM 28.8%)으로 상향 조정한다. 블루에너지향 SOFC 매출은 26 년 866 억원 인식 → 27 년 잔여 수주분 1,505 억원 인식 → 블루에너지 증설에 따른 연간 최소 1,500 억원 이상의 추가 수주로 이어지며 반복 매출이 발생할 전망이다. 반도체 부문은 연간 20%대 성장을 달성하며 안정적인 캐시카우 역할을 이어갈 것으로 예상된다.

▶ 블루에너지 밸류체인 내 탐픽으로 코세스를 제시한다. SOFC 밸류체인 내에서도 실제 수익화 여부에 따른 종목별 차별화가 시작됐다. 동사는 블루에너지향 SOFC 전극셀 자동화장비 독점 공급 지위를 바탕으로 ①누적 2,371억원 수주(25년 매출액의 약 3배)를 확보했고 ②3Q26 부터 매출 인식이 개시되며 밸류체인 내 가장 높은 수준의 실적 가시성을 갖췄다. 목표주가는 27E EPS 에 Target P/E 15 배를 적용한 5.5 만원으로 상향하며, 현재 주가는 27E P/E 8 배 수준으로 밸류에이션 매력력이 높은 구간으로 판단된다.



코세스 블룸에너지향 누적 수주 현황

계약 일자	계약 금액	계약 시작일	계약 종료일	비고
26.07.13	1504 억원	26.07.10	26.10.29	선급금 30% 확보
26.04.17	501 억원	26.04.17	26.11.02	-
25.12.12	189 억원	25.12.12	27.02.18	-
25.11.27	178 억원	25.11.27	26.08.07	-
합계	2,371 억원	-	-	-

자료: DART, SK 증권

블룸에너지(BE) 증설 로드맵 및 코세스 SOFC 부문 실적 추정

연도	BE 신규 증설	BE 누적 캐파	코세스 수주 금액	코세스 매출 인식	영업이익	OPM
25A	+0.8GW	1.2GW	366 억원	-	-	-
26E	+1.3GW	2.5GW	2,000 억원	866 억원	247 억원	28.5%
27E	+2.5GW	5.0GW	1,500 억원	1,500 억원	450 억원	30.0%
28E	+3.0GW	8.0GW	1,500 억원	1,500 억원	450 억원	30.0%
29E	+3.0GW	11.0GW	2,000 억원	1,500 억원	450 억원	30.0%
30E	+4.0GW	15.0GW	-	2,000 억원	600 억원	30.0%

자료: SK 증권

주: ①영업이익 및 OPM은 SOFC 부문 기준 ②26년 코세스 신규 수주 4GW는 26년 생산분 1GW, 27년 신규 증설분 2GW, 기존 A사 설비 교체분 1GW로 구성

블룸에너지 SOFC (에너지서버)



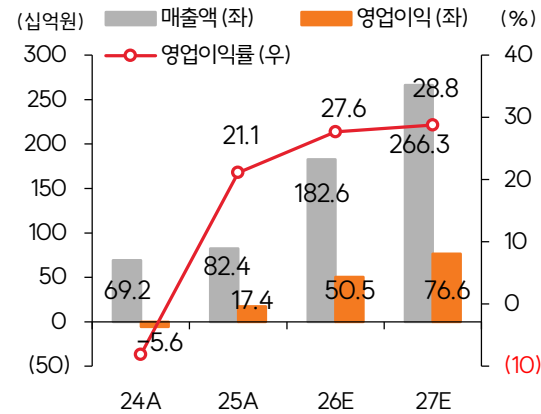
자료: Bloom Energy, SK 증권

코세스 SOFC 전극 셀 자동화 장비



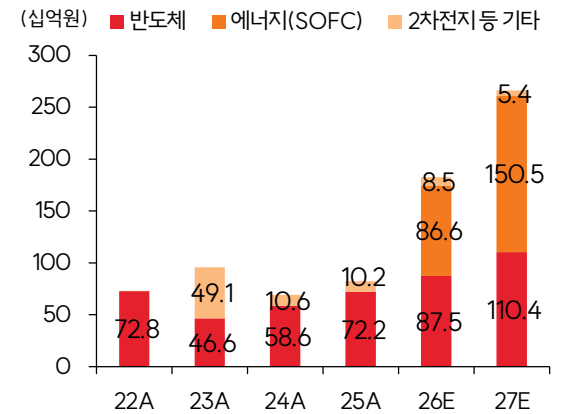
자료: 코세스, SK 증권

코세스 연결 실적 추이 및 전망



dd 자료: 코세스, SK 증권

코세스 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 코세스, SK 증권

코세스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	12.6	18.6	59.9	91.5	69.2	82.4	182.6	266.3
증가율	-32.9%	8.7%	170.0%	276.4%	-27.7%	19.1%	121.6%	45.9%
반도체	7.3	15.4	23.3	41.5	58.6	72.2	87.5	110.4
반도체 제조용 장비	4.6	9.5	11.6	13.5	35.1	31.1	39.2	55.1
레이저 응용장비	0.0	1.5	5.6	18.1	7.1	21.8	25.2	28.5
Conversion Kit 등	2.7	4.4	6.1	9.9	16.4	19.3	23.1	26.8
SOFC	-	-	36.6	50.0	-	-	86.6	150.5
2차전지 등 기타	5.3	3.1	-	-	10.6	10.2	8.5	5.4
영업이익	1.5	5.7	18.2	25.1	-5.6	17.4	50.5	76.6
영업이익률	11.6%	30.9%	30.3%	27.5%	-8.1%	21.1%	27.6%	28.8%
당기순이익	2.5	6.2	14.0	19.3	-0.2	13.2	42.1	61.1
순이익률	19.8%	33.5%	23.4%	21.2%	-0.3%	16.0%	23.0%	22.9%

자료: 코세스, SK 증권

코세스 목표주가 산출

구분	값	비고
EPS	3,683 원	27년 예상 EPS
Target P/E	15 배	25년 Historical P/E 27 배 33% 할인
목표주가	55,000 원	상승여력 74.6%
현재주가	31,500 원	26/10/19 종가

자료: SK 증권

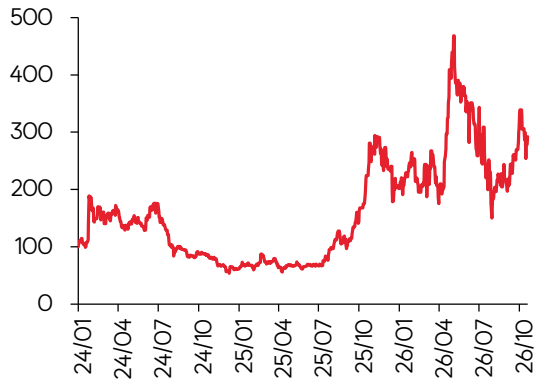
Peer Group Valuation

구 분		089890	NYSE: BE	126340	357580	178320	452280
		코세스	블룸에너지	비나텍	아모센스	서진시스템	한선엔지니어링
주가 (원)		31,500	294,571	82,000	7,280	40,750	17,010
시가총액 (십억원)		522	86,760	589	86	2,597	327
매출액 (억원)	25A	824	28,778	822	1,221	10,663	632
	26E	1,826	54,842	1,389	-	18,525	-
	27E	2,663	91,626	2,310	-	25,044	-
매출액 증가율 (%)	25A	19.1	43.1	38.0	-9.0	-12.1	30.2
	26E	121.6	90.6	68.9	-	73.7	-
	27E	45.9	67.1	66.3	-	35.2	-
영업이익 (억원)	25A	174	1035	18	53	11	97
	26E	505	10969	38	-	292	-
	27E	766	23122	285	-	2981	-
영업이익 증가율 (%)	25A	흑자전환	231.2	-	-25.7	-98.9	98.1
	26E	190.4	959.7	114.2	-	2448.5	-
	27E	51.7	110.8	650.0	-	920.9	-
영업이익률 (%)	25A	21.1	3.6	2.2	4.4	0.1	15.4
	26E	27.6	20.0	2.7	-	1.6	-
	27E	28.8	25.2	12.3	-	11.9	-
당기순이익 (억원)	25A	132	-1,257	-59	5	-1,012	89
	26E	421	10,653	-183	-	-229	-
	27E	611	20,740	200	-	2,036	-
당기순이익 증가율 (%)	25A	흑자전환	215.3	35.6	-71.4	-	114.9
	26E	218.9	-947.3	-	-	-77.4	-
	27E	45.1	94.7	-	-	-990.8	-
ROE (%)	25A	19.6	-13.3	-7.1	1.2	-12.6	14.0
	26E	44.3	42.7	-	-	-2.9	-
	27E	41.7	42.9	-	-	23.7	-
PER (배)	25A	27.3	-	-	151.4	-	16.5
	26E	11.8	83.7	-32.0	-	-	-
	27E	8.1	44.6	29.4	-	11.7	-

자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권

코세스 상대주가 추이

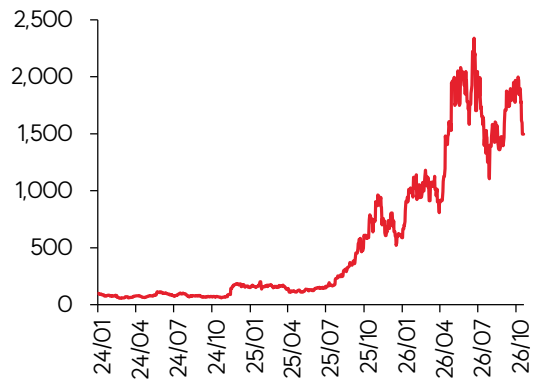
(24.01.01=100)



자료: Quantwise, SK 증권

블룸에너지 상대주가 추이

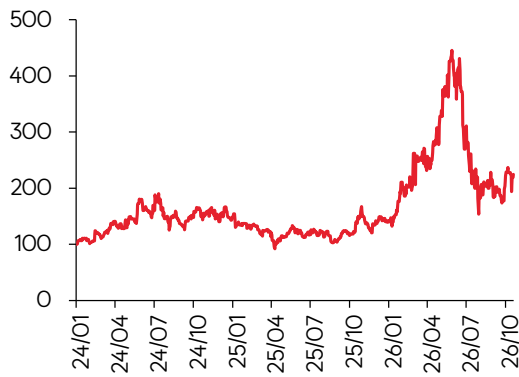
(24.01.01=100)



자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 상대주가 추이

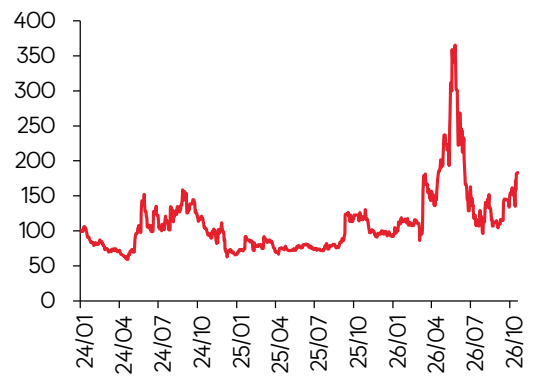
(24.01.01=100)



자료: Quantwise, SK 증권

한선엔지니어링 상대주가 추이

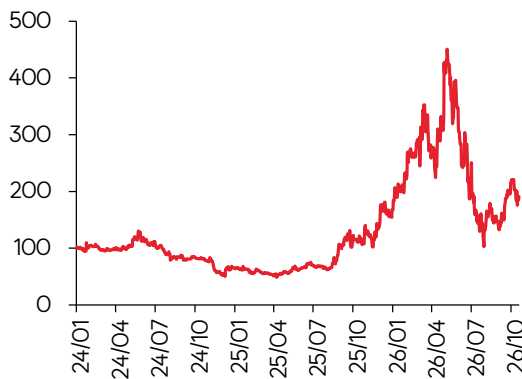
(24.01.01=100)



자료: Quantwise, SK 증권

비나텍 상대주가 추이

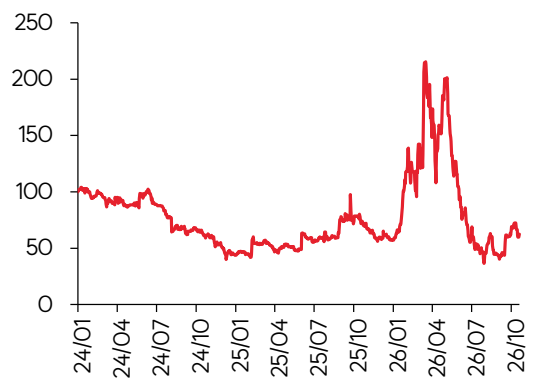
(24.01.01=100)



자료: Quantwise, SK 증권

아모센스 상대주가 추이

(24.01.01=100)



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	59	47	55	114	189
현금및현금성자산	4	9	11	17	48
매출채권 및 기타채권	14	11	15	34	49
재고자산	7	12	15	32	47
비유동자산	40	39	37	39	41
장기금융자산	3	3	3	6	8
유형자산	32	32	31	30	30
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	99	86	92	153	230
유동부채	30	22	15	29	41
단기금융부채	14	10	0	0	0
매입채무 및 기타채무	12	8	8	19	27
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	3	4	8	12
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	33	25	18	37	53
지배주주지분	66	61	74	116	177
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	6	6	6	6	6
기타자본구성요소	-0	-5	-5	-5	-5
자기주식	-0	-5	-5	-5	-5
이익잉여금	52	51	64	106	167
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	66	61	74	116	177
부채와자본총계	99	86	92	153	230

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-15	13	16	12	36
당기순이익(손실)	7	-0	13	42	61
비현금성항목등	4	-1	8	13	20
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	3	-2	7	12	19
운전자본감소(증가)	-26	16	-6	-31	-26
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	4	-4	-18	-15
재고자산의감소(증가)	1	-5	-4	-18	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	6	-4	0	10	9
기타	-2	-4	1	-25	-37
법인세납부	-1	-2	0	-12	-19
투자활동현금흐름	-2	1	-3	-7	-6
금융자산의감소(증가)	-1	0	-3	-4	-3
유형자산의감소(증가)	-0	0	-0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	-1	0	0	-3	-3
재무활동현금흐름	12	-9	-10	0	0
단기금융부채의증가(감소)	12	-4	-10	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	-0	0	0
자본의증가(감소)	15	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-15	-5	0	0	0
현금의 증가(감소)	-5	5	2	6	31
기초현금	9	4	9	11	17
기말현금	4	9	11	17	48
FCF	-15	13	15	12	36

자료 : 코세스, SK증권 추정

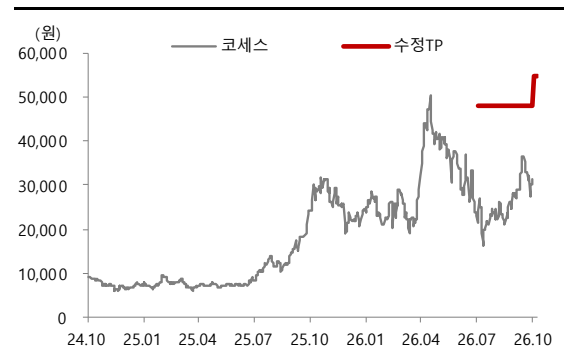
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	96	69	82	183	266
매출원가	78	63	56	100	145
매출총이익	17	6	26	83	121
매출총이익률(%)	17.9	8.4	32.0	45.4	45.5
판매비와 관리비	9	11	9	32	44
영업이익	8	-6	17	50	77
영업이익률(%)	8.4	-8.1	21.1	27.7	28.8
비영업손익	1	5	-1	4	3
순금융손익	0	-0	0	0	0
외환관련손익	-0	5	-0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	-0	17	54	80
세전계속사업이익률(%)	9.2	-0.5	20.4	29.8	29.9
계속사업법인세	2	-0	4	12	19
계속사업이익	7	-0	13	42	61
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7	-0	13	42	61
순이익률(%)	7.3	-0.3	16.0	23.1	22.9
지배주주	7	-0	13	42	61
지배주주귀속 순이익률(%)	7.3	-0.3	16.0	23.1	22.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	6	-1	13	42	61
지배주주	6	-1	13	42	61
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	9	-4	18	51	77

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-	-27.7	19.1	121.6	45.9
영업이익	N/A	적전	흑전	190.3	51.7
세전계속사업이익	N/A	적전	흑전	224.5	46.4
EBITDA	N/A	적전	흑전	179.2	50.6
EPS	N/A	적전	흑전	218.7	45.1
수익성 (%)					
ROA	7.0	-0.2	14.8	34.3	31.9
ROE	10.5	-0.3	19.6	44.3	41.7
EBITDA마진	9.8	-6.2	22.3	28.2	29.1
안정성 (%)					
유동비율	194.9	216.3	376.1	390.6	457.8
부채비율	49.2	41.3	24.6	31.9	29.8
순차입금/자기자본	14.7	1.2	-19.6	-20.5	-32.5
EBITDA/이자비용(배)	48.2	-8.4	182.7	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	420	-12	796	2,537	3,683
BPS	4,006	3,968	4,763	7,300	10,983
CFPS	503	67	858	2,593	3,734
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	25.7	-552.5	27.3	11.8	8.1
PBR	2.7	1.7	4.6	4.1	2.7
PCR	21.4	98.5	25.4	11.6	8.0
EV/EBITDA	20.1	-25.5	18.8	9.8	6.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.10.20	매수	55,000원	6개월		
2026.07.22	매수	48,000원	6개월	-46.44%	-23.85%
2026.02.26	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(허선재)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 10월 20일 기준)

매수 96.48% 중립 3.52% 매도 0.00%