2026-11-13

VALUATION CALL

코세스 (089890/KQ)

SOFC 수익성 확인, 27E OP 1,000 억원 전망

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

Signal: 3Q26 OPM 39% 기록, 사상 최대 분기 실적 경신
Key: 블룸향 SOFC 장비 매출 인식 시작, OPM 40% 이상 기록
Step: 현재 주가 27E P/E 6.6 배, 비중 확대 유효

매수(유지)

목표주가: 73,000 원(상향)
현재주가: 34,250 원
상승여력: 113.1%

STOCK DATA

주가(26/11/12)	34,250 원
KOSDAQ	696.53 pt
52 주 최고가	50,500 원
60 일 평균 거래대금	9 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,658 만주
시가총액	568 십억원
주요주주	
박명순(외 1)	49.78%
자사주	0.00%
외국인 지분율	2.82%

주가 및 상대수익률





3Q26 Review: SOFC 장비 OPM 40% 이상, 압도적 수익성

▶코세스 3Q26 실적은 매출액 622 억원(+180.1% YoY)과 영업이익 243 억원(+581.8% YoY, OPM 39.1%)을 기록하며 사상 최대 분기 실적을 경신했다. 영업이익은 당사 추정치를 33% 상회하며 실적 서프라이즈를 기록했다. 이번 실적 호조는 ①블룸에너지향 SOFC 장비 첫 매출 인식(357 억원) ②SOFC 부문의 높은 수익성(OPM 40% 이상) ③반도체 장비 부문의 영업레버리지 효과(OPM 30% 이상)에 기인한다. 특히 블룸에너지향 SOFC 장비 영업이익률은 당사 기존 추정치(28.5%)를 크게 상회했다. 블룸에너지와의 우호적인 공급 단가 책정과 반도체 장비 사업에서 축적한 제조 노하우가 높은 생산 효율성으로 이어진 결과로 파악된다. 더불어 27 년 공급분의 단가도 이미 확정된 만큼, 내년까지 40% 이상의 높은 영업이익률이 유지될 전망이다.

▶4Q26 실적은 매출액 938 억원(+286.0% YoY)과 영업이익 295 억원(+877.1% YoY, OPM 31.5%)을 기록하며 실적 성장세가 더욱 가팔라질 전망이다. 수익성이 높은 SOFC 장비 매출이 3Q26 357 억원에서 4Q26 500 억원으로 확대되며, 분기 최대 실적을 다시 경신할 것으로 예상된다. 다만 성과급 등 연말 비용을 보수적으로 반영해 OPM 은 전분기 대비 소폭 낮아질 것으로 추정했다.

투자포인트: 실적 가시성 + 데이터센터 규제의 SOFC 수혜

▶**실적 가시성**: AI 투자 수익화 논란에도 동사는 27 년 납품분까지 수주를 확보하며 높은 실적 가시성을 갖췄다. 블룸에너지로부터 약 450 억원의 선급금을 수령하며 수주 이행의 확실성도 높아졌다. 블룸에너지향 SOFC 매출은 26 년 866 억원 인식 → 27 년 잔여 수주분 1,505 억원 인식 → 28 년부터 블룸에너지 증설에 따른 연간 1,500 억원 이상의 추가 수주로 이어지며 반복 매출이 발생할 전망이다. 이르면 1Q27, 28 년 공급분에 해당하는 신규 수주까지 더해지며 28 년 실적 성장도 가시화될 것으로 예상된다.

▶**데이터센터 규제**: 중간선거 이후 강화되는 미국 데이터센터 규제는 오히려 온사이트 전원인 SOFC 에 기회 요인이 될 전망이다. 신규 건설 승인 유예 등 단기적인 우려는 있으나, 규제의 초점은 ①그리드 비용의 데이터센터 직접 부담 ②자체 전원 확보 요구에 맞춰져 있어 온사이트 발전 수요를 키우고 있다. 실제로 구글은 와이오밍 신규 데이터센터의 전력을 현장에 설치되는 블룸에너지 연료전지 702MW 로 자체 조달할 계획이다. 특히 SOFC 는 ①저소음 ②대기오염물질 저배출 ③냉각수 사용 최소화의 장점을 갖춰, 주민 반발과 인허가 부담이 커지는 환경에서 가장 유리한 온사이트 전원이다. SOFC 수요 확대 → 블룸에너지 생산능력 증설 → 동사의 추가 수주로 이어질 것으로 기대된다.

27 년 영업이익 1,015 억원 전망, 목표주가 7.3 만원으로 상향

▶26 년 실적은 매출액 1,871 억원(+127.2% YoY), 영업이익 610 억원(+250.6% YoY, OPM 32.6%)으로 예상된다. 올해는 블룸에너지향 SOFC 장비 매출 인식의 원년으로, 총 866 억원(4Q25 수주분 366 억원 + 26 년 4 월 수주분 500 억원)이 3Q26~4Q26 에 걸쳐 인식될 전망이다. 3Q26 SOFC 부문에서 확인된 40% 이상의 높은 영업이익률을 반영해 26 년 영업이익 추정치를 기존 505 억원에서 610 억원으로 상향한다.

▶내년부터는 ①SOFC 잔여 수주분 1,505 억원 인식 ②반도체 패키징 장비 성장 등에 따라 27 년 매출액 2,836 억원(+51.6% YoY)과 영업이익 1,015 억원(+66.5% YoY, OPM 35.8%)을 기록하며 사상 최대 실적을 경신할 전망이다.

▶블룸에너지 밸류체인 내 탑픽으로 코세스를 제시한다. SOFC 관련주 중에서도 실제 수익화 여부에 따른 종목별 차별화가 시작됐다. 동사는 블룸에너지향 SOFC 전극셀 자동화장비 독점 공급 지위를 바탕으로 ①누적 2,371 억원 수주(25 년 매출액의 약 3 배)를 확보했고 ②매출 인식 첫 분기부터 높은 수익성까지 확인하며 밸류체인 내 가장 높은 실적 가시성을 확보했다. 투자의견 매수를 유지하고, 27 년 실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 기존 5.5 만원에서 7.3 만원으로 상향한다. 목표주가는 27E EPS 4,856 원에 Target P/E 15 배를 적용했으며, 현재 주가는 27E P/E 6.6 배로 밸류에이션 매력이 높은 구간으로 판단된다.

실적 변경 내용

구분	26 년 3 분기			26 년 연간 실적		
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이
매출액 (십억원)	62.2	59.9	+3.8%	187.1	182.6	+2.5%
영업이익 (십억원)	24.3	18.2	+33.5%	61.0	50.5	+20.8%
당기순이익 (십억원)	15.0	14.0	+7.1%	47.0	42.1	+11.6%
영업이익률 (%)	39.1	30.3	+8.8%p	32.6	27.6	+5.0%p
당기순이익률 (%)	24.1	23.4	+0.7%p	25.1	23.0	+2.1%p

자료: SK 증권

코세스 블룸에너지향 누적 수주 현황

계약 일자	계약 금액	계약 시작일	계약 종료일	비고
26.07.13	1504 억원	26.07.10	27.10.23	선급금 30% 확보
26.04.17	501 억원	26.04.17	27.03.06	-
25.12.12	189 억원	25.12.12	27.02.18	-
25.11.27	178 억원	25.11.27	26.11.13	-
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	346 억원	40.0%
27E	+2.5GW	5.0GW	1,500 억원	1,500 억원	600 억원	40.0%
28E	+3.0GW	8.0GW	1,500 억원	1,500 억원	600 억원	40.0%
29E	+3.0GW	11.0GW	2,000 억원	1,500 억원	600 억원	40.0%
30E	+4.0GW	15.0GW	-	2,000 억원	800 억원	40.0%

자료: SK 증권

주: ①영업이익 및 OPM은 SOFC 부문 기준 ②26 년 코세스 신규 수주 4GW 는 26 년 생산분 1GW, 27 년 신규 증설분 2GW, 기존 A 사 설비 교체분 1GW 로 구성

블룸에너지 SOFC (에너지서버)



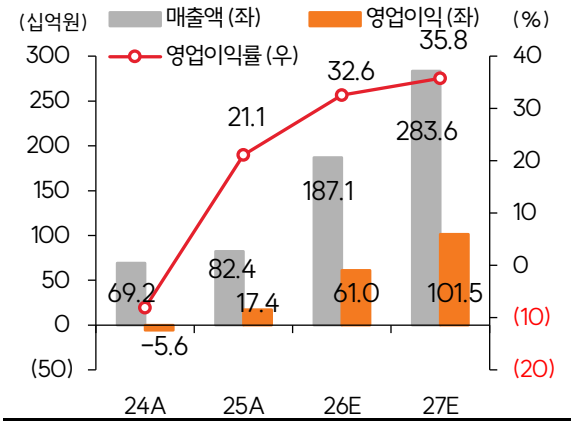
자료: Bloom Energy, SK 증권

코세스 SOFC 전극 셀 자동화 장비



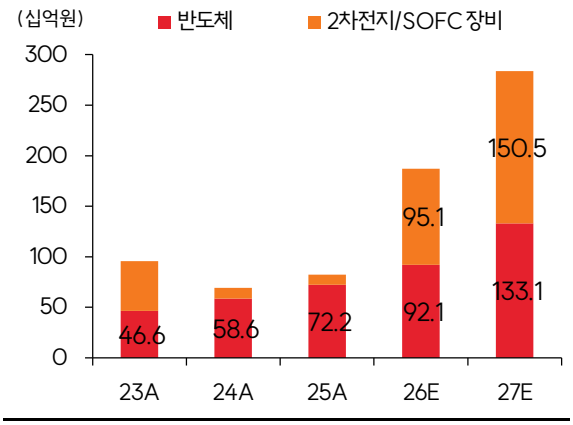
자료: 코세스, SK 증권

코세스 연결 실적 추이 및 전망



자료: 코세스, SK 증권

코세스 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 코세스, SK 증권

코세스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q26A	2Q26A	3Q26A	4Q26E	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	**12.6**	**18.6**	**62.2**	**93.8**	**69.2**	**82.4**	**187.1**	**283.6**
증가율	*-32.9%*	*8.7%*	*180.1%*	*286.0%*	*-27.7%*	*19.1%*	*127.2%*	*51.6%*
반도체	**7.3**	**15.4**	**26.4**	**42.9**	**58.6**	**72.2**	**92.1**	**133.1**
반도체 제조용 장비	4.6	9.5	14.7	15.3	35.1	31.1	44.1	62.7
레이저 응용장비	0.0	1.5	5.9	17.7	7.1	21.8	25.1	37.0
Conversion Kit 등	2.7	4.4	5.9	9.9	16.4	19.3	22.9	33.5
SOFC / 2 차전지	**5.3**	**3.1**	**35.7**	**50.9**	**10.6**	**10.2**	**95.1**	**150.5**
영업이익	**1.5**	**5.7**	**24.3**	**29.5**	**-5.6**	**17.4**	**61.0**	**101.5**
영업이익률	*11.6%*	*30.9%*	*39.1%*	*31.5%*	*-8.1%*	*21.1%*	*32.6%*	*35.8%*
당기순이익	**2.5**	**6.2**	**15.0**	**23.3**	**-0.2**	**13.2**	**47.0**	**80.5**
순이익률	*19.8%*	*33.5%*	*24.1%*	*24.9%*	*-0.3%*	*16.0%*	*25.1%*	*28.4%*

자료: 코세스, SK 증권

코세스 목표주가 산출

구분	값	비고
EPS	4,856 원	27 년 예상 EPS
Target P/E	15 배	25 년 Historical P/E 27 배 45% 할인
목표주가	73,000 원	상승여력 113.1%
현재주가	34,250 원	26/11/12 종가

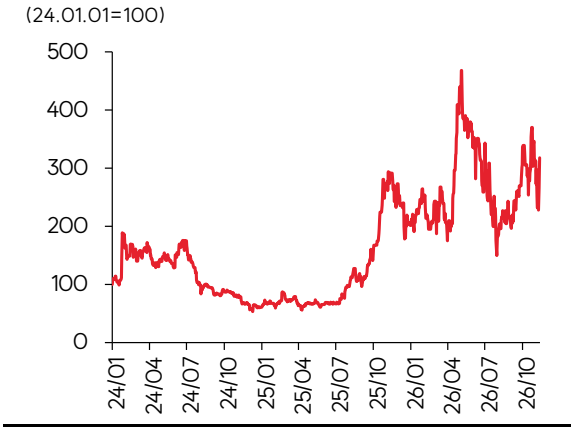
자료: SK 증권

Peer Group Valuation

구 분		089890	NYSE: BE	126340	357580	178320	452280
		코세스	블룸에너지	비나텍	아모센스	서진시스템	한선엔지니어링
주가 (원)		34,250	279,217	91,800	5,670	31,850	12,770
시가총액 (십억원)		568	82,552	659	67	2,030	246
매출액 (억원)	25A	824	28,778	822	1,221	10,663	632
	26E	1,871	60,608	1,450	-	18,130	-
	27E	2,836	98,268	3,180	-	22,657	-
매출액 증가율 (%)	25A	19.1	43.1	38.0	-9.0	-12.1	30.2
	26E	127.2	110.6	76.3	-	70.0	-
	27E	51.6	62.1	119.3	-	25.0	-
영업이익 (억원)	25A	174	1035	18	53	11	97
	26E	610	12855	50	-	107	-
	27E	1,015	24530	480	-	1969	-
영업이익 증가율 (%)	25A	흑자전환	231.2	-	-25.7	-98.9	98.1
	26E	250.6	1141.9	181.9	-	833.9	-
	27E	66.5	90.8	860.0	-	1740.2	-
영업이익률 (%)	25A	21.1	3.6	2.2	4.4	0.1	15.4
	26E	32.6	21.2	3.4	-	0.6	-
	27E	35.8	25.0	15.1	-	8.7	-
당기순이익 (억원)	25A	132	-1,257	-59	5	-1,012	89
	26E	470	12,729	-370	-	-345	-
	27E	805	21,352	330	-	1,450	-
당기순이익 증가율 (%)	25A	흑자전환	215.3	35.6	-71.4	-	114.9
	26E	256.4	-1112.4	532.1	-	-65.9	-
	27E	71.2	67.7	-189.2	-	-520.3	-
ROE (%)	25A	19.6	-13.3	-7.1	1.2	-12.6	14.0
	26E	48.2	46.9	-60.2	-	-4.2	-
	27E	49.9	43.2	54.7	-	14.0	-
PER (배)	25A	26.3	-	-	151.4	-	16.5
	26E	11.2	67.3	-	-	-	-
	27E	6.6	39.7	20.6	-	14.0	-

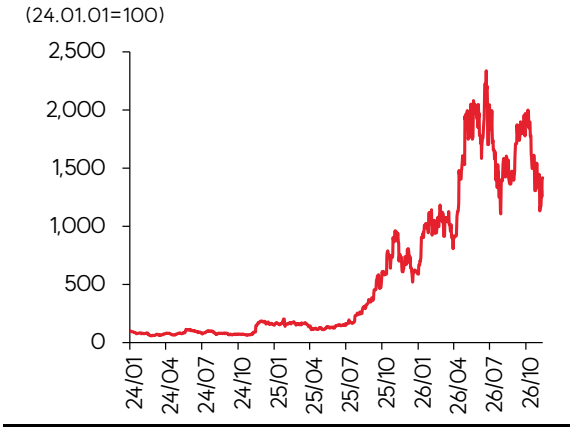
자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권

코세스 상대주가 추이



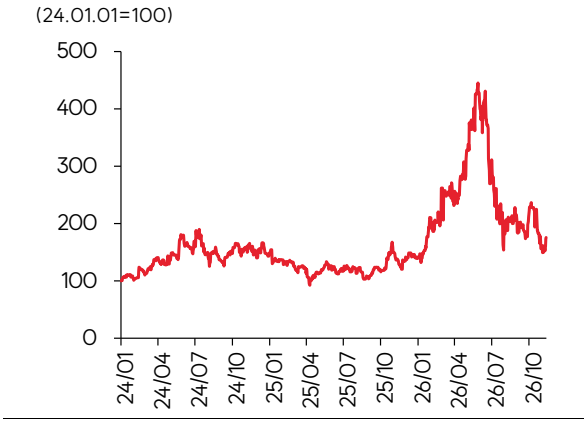
자료: Quantiwise, SK 증권

블룸에너지 상대주가 추이



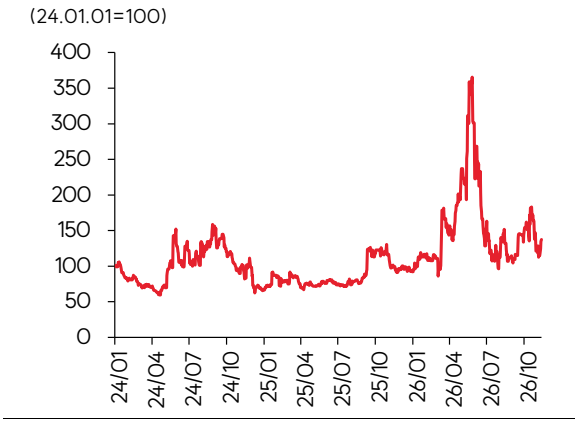
자료: Quantiwise, SK 증권

서진시스템 상대주가 추이



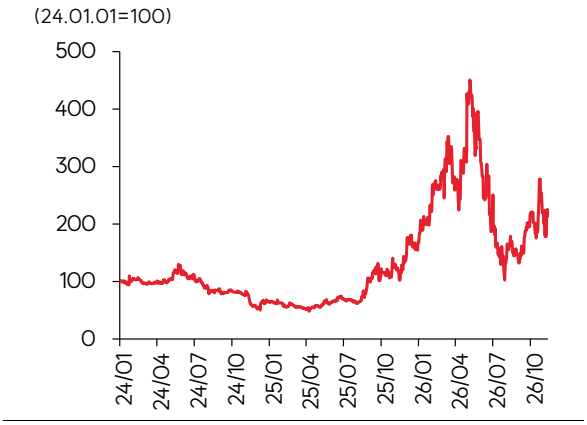
자료: Quantiwise, SK 증권

한선엔지니어링 상대주가 추이



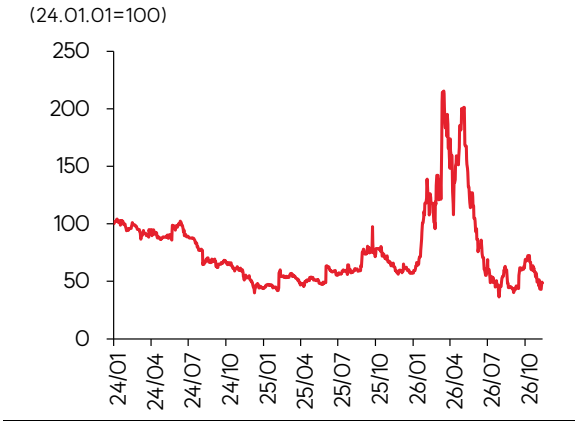
자료: Quantiwise, SK 증권

비나텍 상대주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

아모센스 상대주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	59	47	55	120	216
현금및현금성자산	4	9	11	20	66
매출채권 및 기타채권	14	11	15	35	52
재고자산	7	12	15	33	50
비유동자산	40	39	37	39	41
장기금융자산	3	3	3	6	9
유형자산	32	32	31	30	30
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	99	86	92	159	258
유동부채	30	22	15	30	44
단기금융부채	14	10	0	0	0
매입채무 및 기타채무	12	8	8	19	29
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	38	56
지배주주지분	66	61	74	121	202
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	111	192
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	66	61	74	121	202
부채와자본총계	99	86	92	159	258

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	96	69	82	187	284
매출원가	78	63	56	103	151
매출총이익	17	6	26	84	132
매출총이익률(%)	17.9	8.4	32.0	44.7	46.7
판매비와 관리비	9	11	9	23	31
영업이익	8	-6	17	61	102
영업이익률(%)	8.4	-8.1	21.1	32.6	35.8
비영업손익	1	5	-1	-5	1
순금융손익	0	-0	0	0	0
외환관련손익	-0	5	-0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	-0	17	56	103
세전계속사업이익률(%)	9.2	-0.5	20.4	30.1	36.3
계속사업법인세	2	-0	4	9	22
계속사업이익	7	-0	13	47	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	7	-0	13	47	81
순이익률(%)	7.3	-0.3	16.0	25.1	28.4
지배주주	7	-0	13	47	81
지배주주귀속 순이익률(%)	7.3	-0.3	16.0	25.1	28.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	6	-1	13	47	81
지배주주	6	-1	13	47	81
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	9	-4	18	62	102

현금흐름표

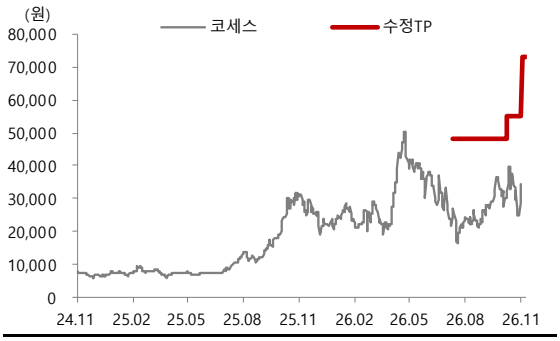
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-15	13	16	16	52
당기순이익(손실)	7	-0	13	47	81
비현금성항목등	4	-1	8	10	23
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	3	-2	7	9	22
운전자본감소(증가)	-26	16	-6	-32	-30
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	4	-4	-19	-18
재고자산의감소(증가)	1	-5	-4	-19	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	6	-4	0	11	10
기타	-2	-4	1	-19	-45
법인세납부	-1	-2	0	-9	-22
투자활동현금흐름	-2	1	-3	-7	-6
금융자산의감소(증가)	-1	0	-3	-4	-4
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	15	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-15	-20	0	0	0
현금의 증가(감소)	-5	5	2	9	45
기초현금	9	4	9	11	20
기말현금	4	9	11	20	66
FCF	-15	13	15	16	52

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-	-	19.1	127.2	51.6
영업이익	-	-	흑전	250.6	66.5
세전계속사업이익	-	-	흑전	235.7	82.8
EBITDA	-	-	흑전	236.2	65.4
EPS	-	-	흑전	256.3	71.2
수익성 (%)					
ROA	7.0	-0.2	14.8	37.4	38.7
ROE	10.5	-0.3	19.6	48.2	49.9
EBITDA마진	9.8	-6.2	22.3	33.1	36.1
안정성 (%)					
유동비율	194.9	216.3	376.1	401.0	493.6
부채비율	49.2	41.3	24.6	31.3	27.8
순차입금/자기자본	14.7	1.2	-19.6	-22.5	-37.8
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	2,837	4,856
BPS	4,006	3,968	4,763	7,599	12,455
CFPS	503	67	858	2,892	4,906
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	25.7	-552.5	27.3	11.2	6.6
PBR	2.7	1.7	4.6	4.2	2.6
PCR	21.4	98.5	25.4	11.0	6.5
EV/EBITDA	20.1	-25.5	18.8	8.1	4.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 코세스, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.11.13	매수	73,000원	6개월		
2026.10.20	매수	55,000원	6개월	-40.50%	-27.45%
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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 11 월 13 일 기준)	매수	96.35%	중립	3.65%	매도	0.00%