2026-11-20

NDR REVIEW

코세스 (089890/KQ)

콥데이 후기: 체급이 달라진다

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

Signal: 데이터센터 규제 강화, 온사이트 전원 SOFC 에는 반사수혜
Key: 반도체·SOFC 동반 성장, Copper Post 는 +α
Step: 27 년 실적 가시성 확보, 비중 확대 유효

매수(유지)

목표주가: 73,000 원(유지)
현재주가: 37,250 원
상승여력: 96.0%

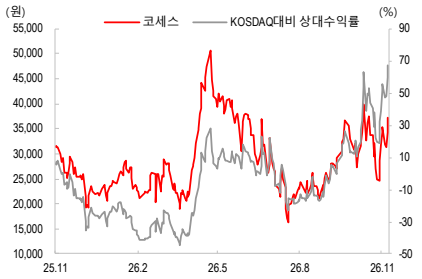
STOCK DATA

주가(26/11/19)	37,250 원
KOSDAQ	684.81 pt
52 주 최고가	50,500 원
60 일 평균 거래대금	10 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,658 만주
시가총액	618 십억원
주요주주	
박명순(외 1)	49.78%
자사주	0.00%
외국인 지분율	4.28%

주가 및 상대수익률





데이터센터 규제는 역설적 수혜, SOFC 위상 격상

▶데이터센터 규제 반사수혜: 중간선거 이후 강화되는 미국 데이터센터 규제는 역설적으로 온사이트 전원인 SOFC 에 기회 요인이 될 전망이다. 전체 신규 데이터센터 건설 규모는 단기적으로 둔화될 수 있지만, 규제의 초점이 ①전력망 확충 비용 부담 강화 ②신규 데이터센터의 전력망 연결 지연에 맞춰져 있어 온사이트 전원 침투율은 오히려 상승할 것으로 예상된다. 전력 단가보다 가동 시점이 중요한 데이터센터 특성상, 비용 부담이 커지고 전력 확보가 늦어질수록 온사이트 전력의 중요성은 더욱 부각될 전망이다.

▶보조전원에서 주전원으로: 온사이트 전원 내에서 SOFC 의 역할이 보조전원에서 주전원으로 격상되는 국면이다. **①빠른 전력 공급**: 주전원 후보인 소형원전과 가스터빈은 전력 공급까지 최소 7~8 년이 필요한 반면, SOFC 는 계통 접속 대기 없이 필요한 장소에 모듈 단위로 설치할 수 있기 때문에 인허가와 설치를 포함해 계약 후 약 5 개월이면 전력 공급이 가능하다. **②낮은 인허가 부담**: 저소음·저배출 특성과 적은 냉각수 사용량으로 주민 수용성이 높아, 인허가 부담이 커지는 환경에서 주전원으로 채택될 가능성이 높다.

3 단 성장 엔진 완성: 반도체 + SOFC + Copper Post

I. 반도체 장비: 동사는 솔더볼 어태치, 레이저 커팅 등 반도체 후공정 장비를 삼성전자와 SK 하이닉스향으로 공급중이다. 향후 성장은 ①생산거점 재편 ②신규 팹 증설이 시차를 두고 견인할 전망이다. 고부가 제품은 국내에 집중하고 레거시 물량을 해외와 외주로 이관하는 과정에서 양쪽 모두 신규 장비 투자가 발생하는 구조다. 여기에 삼성전자 P4·P5 등 신규 팹 가동에 따른 후공정 장비 발주도 2~3 년의 시차를 두고 이어질 전망이다. 반도체 부문 매출액은 올해 900 억원대에서 내년 1,500 억원 이상으로 확대될 전망이다.

II. SOFC 장비: 블룸에너지향 SOFC 매출은 26 년 866 억원 → 27 년 잔여 수주분 1,505 억원 인식 → 28 년부터 블룸에너지 증설에 따른 연간 최소 1,500 억원 이상의 추가 수주가 반복될 전망이다. 이르면 1Q27, 28 년 공급분에 해당하는 신규 수주까지 더해지며 28 년 실적 성장도 가시화될 것으로 예상된다. 27 년 공급분의 단가도 이미 확정된 만큼, 내년까지 40% 이상의 높은 영업이익률이 유지될 전망이다.

III. Copper Post 장비: 북미 스마트폰 고객사와 공동 개발한 장비로, 반도체 칩 사이를 연결하는 미세 구리 기둥을 형성하는 설비다. 고성능 패키징일수록 구리 기둥을 촘촘하게 배치해야 하지만, 기존 전기도금 방식은 기둥이 높아질수록 옆으로 퍼져 미세 간격 구현이 어렵고 별도 도금 라인도 필요하다. 반면 동사 장비는 미리 제작한 구리 핀을 직접 배치해 도금 라인 없이도 높은 기둥과 좁은 간격을 구현한다. 첨단 패키징의 주요 원가 공정인 만큼 대체 효과가 크며, 경쟁사 상용화 사례가 없어 시장 선점도 기대된다. 2H27 초도 납품 후, 28 년 양산 적용을 목표로 하고 있다.

주요 Q&A

Q1. 미국 정치 상황과 데이터센터 규제 우려는 어떻게 보는지?

▶오히려 기회 요인으로 본다. 데이터센터가 전력 공급 방식을 내재화하지 않으면 인허가를 받기 어려워지는 흐름이기 때문이다. 소형원전이나 가스터빈은 도시 인근 설치 시 전기요금과 환경 문제로 주민 반발이 크지만, SOFC 는 배출물이 전기와 물에 그쳐 수용성 측면에서 유리하다.

Q2. 반도체 패키징 업체가 SOFC 장비를 수주하게 된 배경은?

▶블룸에너지가 생산능력을 확대하는 과정에서 반도체 업계 출신 엔지니어를 다수 영입했고, 이들이 동사를 추천한 것이 계기가 됐다. 이후 국내외 4 개사가 참여한 입찰에서 단독으로 선정됐다.

Q3. 향후 공급 업체 이원화 가능성은?

▶당분간 낮다고 본다. 고객사가 업체 이원화보다 적기 장비 확보를 우선시하고 있기 때문이다. 고객사 요청으로 지난 10 월 북미법인을 설립했고, 내년부터 현지에서 세일즈와 서비스를 담당한다.

Q4. 블룸에너지 외 다른 수소연료전지 업체로 확장 가능성은?

▶당분간은 낮다고 본다. SOFC 양산 장비 수요가 아직 블룸에너지에 집중되어 있어, 당분간은 기존 고객 대응에 역량을 집중할 계획이다.

Q5. 블룸에너지가 매년 3GW 를 증설한다는 계획은 얼마나 구체적인지?

▶구체적인 증설 계획이 공식화된 단계는 아니다. 다만 당사는 블룸에너지가 30 년까지 연 3GW 이상의 증설 기조를 이어갈 것으로 추정하며, 28 년 공급분은 1H27 중 PO 확정 여부가 관건이다.

Q6. 매출 인식 기준이 바뀌었는데, 내년 분기 흐름은 어떻게 보는지?

▶올해 6 월부터 선적 기준에서 셋업 완료 기준으로 변경됐다. 공시상 최종 승인 시점이며, 계약금 30%와 FAT 40% 등은 대금 청구 기준일 뿐 매출 인식과는 무관하다. 27 년 SOFC 물량은 3·5·7 월에 각 1GW 씩 납품되지만 셋업 완료 후 인식되기 때문에 3Q27~4Q27 에 집중되며, 상저하고 흐름이 예상된다.

Q7. 반도체 장비 투자가 1~2 년 반짝하고 끝나는 것은 아닌지?

▶건설 중인 팹의 패키지 장비는 아직 발주되지 않았고 통상 2~3 년의 시차를 두고 들어온다. 최소 5 년 이상 현재 기조가 유지될 전망이다.

Q8. 높은 장비 마진율은 구조적인지, 일시적인지?

▶구조적인 측면이 크다. SOFC 장비가 반도체 대비 다소 높은 수준이며, 고정비 비중이 낮아 매출이 늘어날수록 영업레버리지가 발생한다.

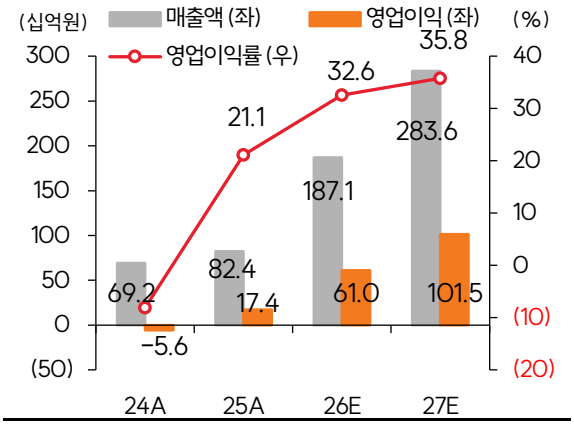
Q9. 매출이 급증하는데 캐파 대응은 가능한지?

▶장비 제조업이라 공간과 엔지니어만 확보되면 되고, 단순 조립은 외주로 처리해 대응이 빠르다. 올 초 180 명이던 인력을 260 명까지 늘렸고 현재 인력 기준 이론상 4,000 억원까지 대응 가능하다.

Q10. 증설 자금 조달과 환율 리스크는?

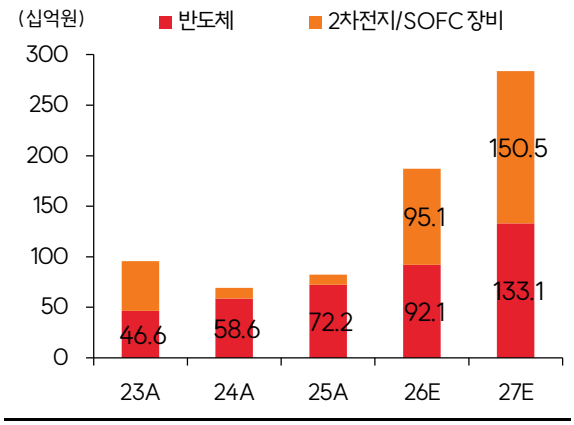
▶무차입 구조에 현금을 1,000 억원 이상 보유해 신규 공장 건설과 부품 구매에 제약이 없다. 다만 계약 시점 대비 원화 강세가 진행되어 환차손 요인은 감안해야 하며, 환헤지는 하지 않고 있다.

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 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

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

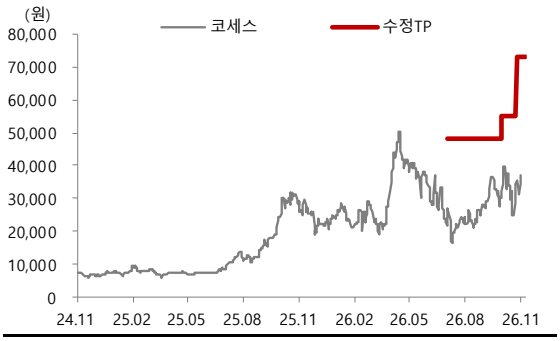
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-15	13	16	16	52
당기순이익(손실)	7	-0	13	47	81
비현금성항목등	4	-1	8	10	23
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	3	-2	7	9	22
운전자본감소(증가)	-26	16	-6	-32	-30
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	4	-4	-19	-18
재고자산의감소(증가)	1	-5	-4	-19	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	6	-4	0	11	10
기타	-2	-4	1	-19	-45
법인세납부	-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	-	-27.7	19.1	127.2	51.6
영업이익	-	적전	흑전	250.6	66.5
세전계속사업이익	-	적전	흑전	235.7	82.8
EBITDA	-	적전	흑전	236.2	65.4
EPS	-	적전	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	13.1	7.7
PBR	2.7	1.7	4.6	4.9	3.0
PCR	21.4	98.5	25.4	12.9	7.6
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 20 일 기준)	매수	96.35%	중립	3.65%	매도	0.00%