

아모센스 357580

블룸에너지 수혜 본격화, 동반될 리레이팅

블룸에너지 연료전지용 세라믹 기판으로 리레이팅

26년은 연료전지용 세라믹 기판으로 리레이팅이 시작되는 원년이다. 블룸에너지의 전해질 지지형 연료전지는 세라믹 기판이 지지체의 역할을 하는 형태로 25W 셀 기준 하나의 기판이 탑재된다. 아모센스가 공급하게 될 세라믹 기판은 기계적 강도를 제공하는 핵심 부품이다.

기존 일본과 중국 업체 중심으로 편성되어 있던 공급망 다변화 과정에서 국내 물량을 시작으로 공급망에 합류했다. 추후 글로벌 물량에 대한 공급도 노려볼 수 있을 전망이다. 동사는 압전세라믹 등 기존 세라믹 제품 양산을 통해 분말 형성부터 물성 제어 전반에 대한 경험을 선제적으로 확보했다. 세라믹 제품 양산 라인도 보유하고 있어 신규 아이템 CAPA 확대를 위한 증설에도 오랜 시간이 소요되지 않을 전망이다.

탑라인 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 26년

26년은 1) 세라믹 기판의 실적 기여가 시작되고, 2) 기존 사업인 디지털기 탑재 차종의 확대로 탑라인과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 전망이다. 26F 매출액 1,364억원(+12.7% YoY), 영업이익 78억원(+94% YoY, OPM 5.7%)을 전망한다. 스펙 상향에 따른 기존 사업의 실적 변동성 보다는 세라믹 기판이 포함된 소재 사업 중심의 실적 성장과 전사 수익성 개선에 주목한다. 소재 부문의 실적은 26F 272억원, 27F 493억원으로 가파른 성장이 예상되며 이에 전사 OPM도 각각 5.7%, 7.5%으로 빠르게 개선될 전망이다.

목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수'와 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27F 예상 EPS 828원에 유사기업의 27F PER 배수인 27.8배를 30% 할인한 19.5배를 적용해 산출했다. 세라믹 기판의 양산 초기임을 감안해 30%의 할인을 적용했다. 가파른 성장이 예상되는 연료전지 시장의 핵심 플레이어인 블룸에너지로의 직납이 본격화되며 체질 개선의 시작선에 있는 동사에 주목한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	87	134	121	136	148
영업이익	1	7	4	8	11
영업이익률(%)	0.9	5.3	3.3	5.7	7.5
세전이익	0	1	2	5	10
지배주주지분순이익	-1	2	2	5	9
EPS(원)	-127	155	160	431	828
증감률(%)	적지	흑전	3.1	169.7	92.0
ROE(%)	-3.8	4.5	4.2	10.6	17.6
PER(배)	-91.9	33.0	58.4	21.6	11.3
PBR(배)	3.6	1.4	2.4	2.2	1.8
EV/EBITDA(배)	34.9	8.9	14.2	10.4	8.2

자료: 아모센스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

조대형 미드스몰캡·비상장

02-709-2654

dh.cho@ds-sec.co.kr

2026.01.21

매수(신규)

목표주가(신규)	16,000원
현재주가(01/20)	9,330원
상승여력	71.5%

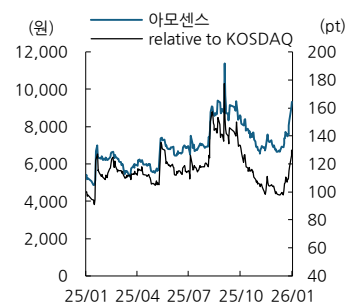
Stock Data

KOSDAQ	976.4pt
시가총액(보통주)	105십억원
발행주식수	11,282천주
액면가	500원
자본금	6십억원
60일 평균거래량	75천주
60일 평균거래대금	604백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	11,380원
52주 최저가	4,660원
주요주주	
김병규(외 11인)	63.5%
아모센스우리스주(외 1인)	1.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	33.3	26.6
3M	8.4	-3.1
6M	36.0	17.0

주가차트



연료전지 세라믹 기판으로 리레이팅

연료전지 세라믹 기판
양산으로 기대되는 수익성
개선

26년은 신규 아이템의 양산에 따른 수익성 개선이 본격화되며 리레이팅도 동반될
원년이다. 신규로 양산이 기대되는 부품은 연료전지 탑재 부품인 세라믹 기판이다.
세라믹 기판은 고온에서 동작하는 SOFC(Solid Oxide Fuel Cell, 고체산화물 연료전
지)를 열에 의한 충격과 뒤틀림으로부터 보호해 연료전지의 성능을 좌우하는 핵심
부품이다.

블룸에너지의 SOFC는 전해질 지지형(ESC, Electrolyte Supported Cells) 타입으로
아모센스가 공급하게 될 세라믹 기판이 지지체로서의 역할을 한다. 해당 타입에서
세라믹 기판은 셀 설계 내에서 가장 두꺼운 부분으로 기계적 강도를 제공한다.

안정성이 높아 성장이
기대되는 블룸에너지의
SOFC → 아모센스 동반
수혜 기대

전해질 지지형 타입은 전해질이 두껍기 때문에 출력 밀도가 낮아진다는 단점이 있으
나 1) 누설 저감이 용이하고, 2) 고온에서의 동작에 강점을 가지고 있어 안정적이다.
연료전지의 상용화에 있어 안정성이 우선시되는 만큼 시장 본격 개화와 함께 블룸에
너지의 수혜 강도는 더욱 더 강해질 전망이다.

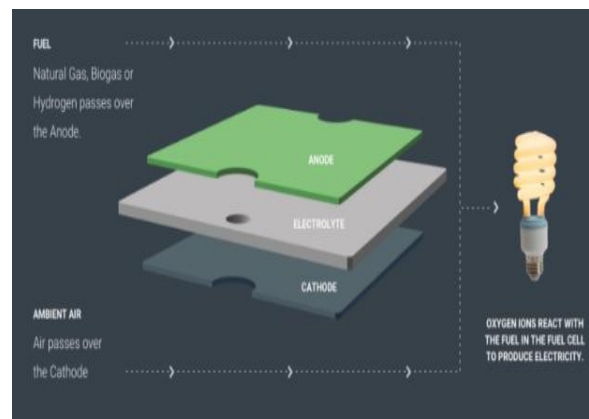
그림1 지지체 유형별 특징

구분(지지체)	장점	한계
연료극 지지형	고출력 유리 낮은 제조원가	연료극이 두꺼워 열관리 및 불순물 영향 관리 필요
전해질 지지형	구조적 안정성 단순한 공정	전해질이 두꺼워 저항이 증가해 출력 밀도 불리
공기극 지지형	이론적 전해질 박막화 가능	공기극 재료 및 공정 제약 으로 높은 제조 난이도
금속 지지형	높은 기계강도 부하변동 내성	장기 내구성 및 제조공정 최적화 필요

자료: Frontiers, DS투자증권 리서치센터

주: 음영처리 된 유형이 상용화에 유리하다는 평가

그림2 블룸에너지 SOFC 셀 구조



자료: Bloom Energy, DS투자증권 리서치센터

블룸에너지 CAPA 2GW 당
기판 8천만개 필요

셀 구조도에서 확인할 수 있듯 25W 셀 하나에는 하나의 세라믹 기판이 필수로 탑
재된다. 이에 고객사 CAPA 2GW 당 세라믹 기판은 8천만개가 필요하다. 기판 당
단가는 \$2 수준인 것으로 추정된다. 따라서 고객사의 CAPA 2GW 당 세라믹 기판
시장은 금액 기준으로 2,500억원으로 추산해 볼 수 있다.

**블룸에너지 2GW 당
아모센스 매출액 250억원
기대**

기존 블룸에너지의 세라믹 기판 공급망은 일본과 중국 업체 중심으로 편성되어 있던 것으로 파악된다. 공급망에서 중국 기업을 배제하는 과정 속 동사가 공급자로 합류한 것으로 파악된다. 블룸에너지의 CAPA 증설과 함께 동사의 수주 물량도 증가할 것으로 기대되며 향후 글로벌 물량에 대한 공급도 노려볼 수 있다. 블룸에너지 내 점유율 15% 가정 시 2GW 당 동사가 가져올 수 있는 매출액은 250억원이며 글로벌 물량 증가에 따른 점유율의 추가 상승도 기대된다.

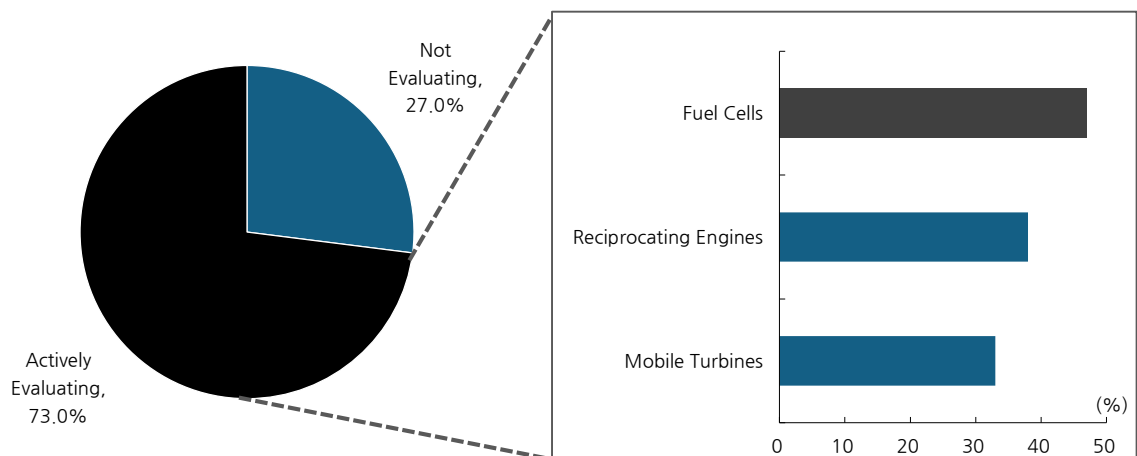
기존 LTCC(Low Temperature Co-fired Ceramic, 저온 동시 소성 세라믹), HTCC(고온 동시 소성 세라믹) 및 압전세라믹 양산을 통해 세라믹 분말 성형부터 물성 제어 전반에 대한 이해와 경험을 축적했다. 이는 SOFC 전해질 기판 같은 고난이도 세라믹 아이템 양산의 기반이 되었다.

기존 세라믹을 다뤘던 경험과 라인이 있어 증설에도 오랜 시간이 소요되지 않을 전망이다. 2월 본격적인 고객사로의 납품 이후 3분기 증설이 예상된다. 증설은 기존 세라믹 제품 양산 라인에 기계장치를 추가하는 형태로 진행 예정이다.

**증가하는 온사이트 발전
수요로 가시성이 높은
고객사 CAPA 증설**

25년 11월 공장 승인 이후 연초 양산에 돌입했다. 현재 생산 능력은 매출액 기준 100억원 수준으로 당장의 실적 기여는 크지 않겠지만 고객사의 CAPA 증설 속도를 감안하면 향후 5년간 실적 기여도는 상당할 전망이다. 미국 내 온사이트 발전에 대한 수요는 증가 추세이며 그 중에서도 연료전지에 대한 선호도가 가장 높아 고객사 CAPA 증설은 가시성이 높다.

그림3 증가하는 온사이트(Onsite) 발전 수요, 최선호 수단은 연료전지



자료: Bloom Energy, DS투자증권 리서치센터

실적 전망 및 밸류에이션

탑라인 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 26년

26년은 1) 세라믹 기판의 실적 기여가 시작되고, 2) 기존 사업인 디지털키 탑재 차종의 확대로 탑라인과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 전망이다. 26F 매출액 1,364억 원(+12.7% YoY), 영업이익 78억원(+94% YoY, OPM 5.7%)을 전망한다.

모듈(디지털키, 초광대역 기술 및 안테나 측위 기반으로 스마트폰을 차량 키로 만드는 모듈 사업)과 디바이스(트래커, 이동형 자산에 탑재되어 위치 및 상태를 추적하는 IoT 단말 사업)의 실적은 스펙 상향에 따라 연도별로 변동이 있을 수 있겠으나 세라믹 기판이 포함된 소재 부문 중심으로 큰 폭의 실적 성장과 이에 따른 수익성 개선이 기대된다.

세라믹 기판의 매출액은 26F 104억원으로 시작해 28F 743억원 전망

현재 매출액 기준 100억원 수준인 생산능력은 연말 기준 300억원 수준으로 레벨업될 전망이다. 고객사 증설에 맞춰 동사도 매년 기존 생산능력의 2배 이상의 증설이 예상된다. 전체 탑라인 성장보다도 소재 부문 실적 성장에 따른 수익성 개선에 주목한다. 소재 부문의 실적은 26F 272억원, 27F 493억원으로 가파른 성장이 예상되며 이에 전사 OPM도 각각 5.7%, 7.5%으로 빠르게 개선될 전망이다. 28년 세라믹 기판의 매출액은 743억원을 전망한다.

표1 아모센스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	30.0	31.1	33.8	39.3	31.1	29.1	28.3	32.6	134.2	121.1	136.4	148.3
YoY	160.8%	38.2%	50.6%	26.6%	3.9%	-6.5%	-16.4%	-17.1%	53.4%	-9.7%	12.7%	8.7%
1. 소재	4.9	2.7	2.6	4.5	4.8	2.6	2.7	4.9	14.6	15.0	27.2	49.3
YoY	77.6%	-16.7%	-42.1%	-11.3%	-1.4%	-2.8%	4.0%	8.2%	-5.4%	2.2%	81.5%	81.4%
2. 모듈	13.1	12.7	13.7	17.4	15.0	18.3	18.1	14.1	56.8	65.5	75.4	64.3
YoY	86.5%	71.5%	53.0%	62.1%	14.7%	44.7%	32.4%	-18.9%	66.7%	15.4%	15.1%	-14.8%
3. 디바이스	10.4	14.2	13.9	14.0	10.4	6.1	6.5	9.2	52.5	32.5	25.2	25.8
YoY	2065.7%	29579.2%	99.5%	24.7%	0.0%	-57.3%	-53.5%	-34.5%	180.3%	-38.1%	-22.6%	2.4%
4. 기타	1.7	1.5	3.7	3.4	1.0	2.1	1.1	4.0	10.2	8.1	8.7	9.0
YoY	33.4%	-87.6%	73.1%	-15.1%	-39.8%	39.8%	-71.1%	18.4%	-46.7%	-20.7%	7.1%	3.4%
영업이익	0.2	0.6	1.5	4.8	1.5	1.3	0.0	1.2	7.2	4.0	7.8	11.0
YoY	흑전	-85.3%	52.5%	흑전	633.3%	105.4%	-98.1%	-75.6%	793.4%	-43.7%	94.0%	40.9%
영업이익률	0.7%	2.0%	4.5%	12.3%	4.9%	4.4%	0.1%	3.6%	5.3%	3.3%	5.7%	7.5%
순이익	-0.9	-1.1	0.5	3.2	0.6	0.4	-1.7	2.3	1.7	1.8	4.3	9.3
YoY	적지	적전	104.3%	흑전	흑전	흑전	적전	-26.8%	-224.0%	2.8%	139.2%	117.3%
순이익률	-2.8%	-3.4%	1.4%	8.1%	2.1%	1.5%	-5.9%	7.2%	1.3%	1.5%	3.1%	6.3%

자료: 아모센스, DS투자증권 리서치센터 추정

투자의견 ‘매수’, 목표주가
16,000원으로 커버리지
개시

투자의견 ‘매수’와 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 증설 이후 세라믹 기판의 매출액이 탄력을 받을 것으로 전망되는 27F 예상 EPS 828원에 유사기업의 27F PER 배수인 27.8배를 30% 할인한 19.5배를 적용해 산출했다. 블룸 에너지의 연료전지 수요 증가에 따른 수혜가 기대되는 비나텍을 유사기업으로 선정했으나 세라믹 기판의 양산 초기임을 감안해 30%의 할인을 적용했다. 가파른 성장 이 예상되는 연료전지 시장의 핵심 플레이어인 블룸에너지로의 직납이 본격화되며 체질 개선의 시작선에 있는 동사에 주목한다.

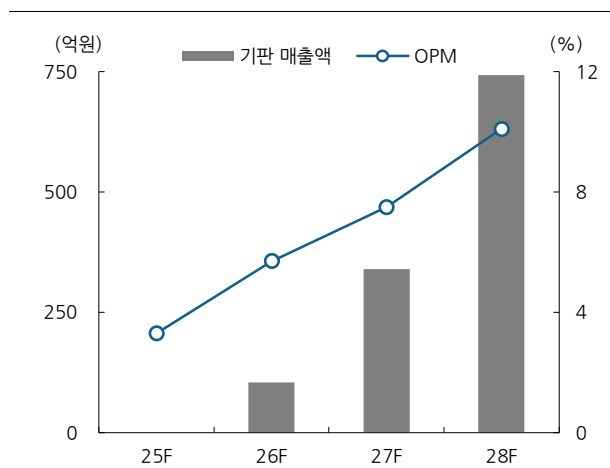
표2 적정주가 산출 테이블

구분	단위	내용
순이익	십억원	9.3 27F 당기순이익
주식 수	백만주	11.3
EPS	원	828 27F EPS
Target PER	배	19.5 유사기업의 27F 평균 PER 30% 할인
목표주가	원	16,000 백단위 절사
현재주가	원	9,330
상승여력	%	71.5

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

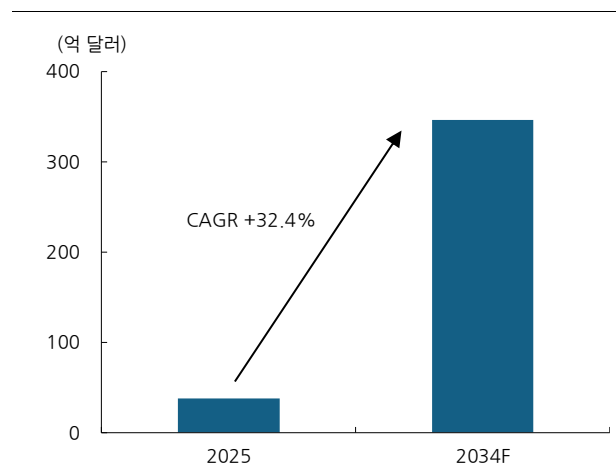
주: 유사기업은 비나텍

그림4 세라믹 기판 매출액 및 전사 영업이익률 예상 추이



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 SOFC 시장 규모 전망



자료: Fortune Business Insights, DS투자증권 리서치센터

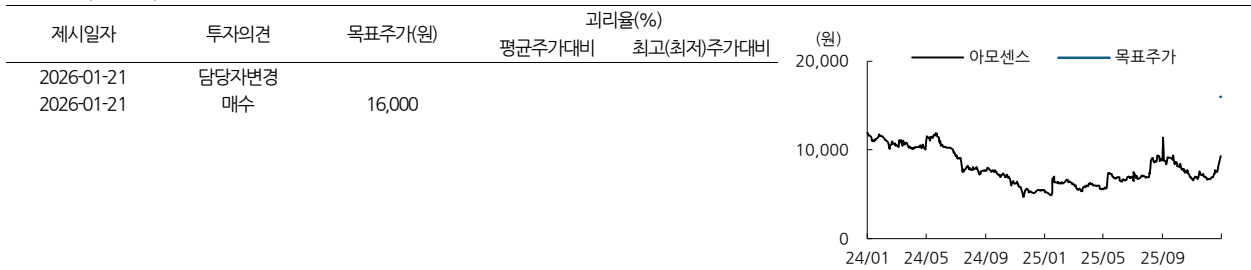
[아모센스 357580]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	71	74	74	78	86	매출액	87	134	121	136	148
현금 및 현금성자산	10	4	14	11	13	매출원가	69	105	94	107	114
매출채권 및 기타채권	26	34	27	31	33	매출총이익	18	29	27	30	34
재고자산	32	33	29	33	36	판매비 및 관리비	17	22	23	22	23
기타	3	4	4	4	4	영업이익	1	7	4	8	11
비유동자산	40	50	51	55	58	(EBITDA)	5	12	10	14	18
관계기업투자등	3	3	3	3	4	금융손익	-2	-4	-4	-4	-2
유형자산	23	25	28	32	35	이자비용	3	4	5	4	4
무형자산	14	14	14	13	12	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	111	124	125	133	144	기타영업외손익	1	-3	2	1	1
유동부채	65	52	52	54	57	세전계속사업이익	0	1	2	5	10
매입채무 및 기타채무	27	23	23	25	28	계속사업법인세비용	1	-1	0	1	1
단기금융부채	38	28	28	28	28	계속사업이익	-1	2	2	5	9
기타유동부채	0	1	1	1	1	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	9	30	30	30	30	당기순이익	-1	2	2	5	9
장기금융부채	5	26	26	26	26	지배주주	-1	2	2	5	9
기타비유동부채	5	5	5	5	5	총포괄이익	-1	2	2	5	9
부채총계	75	82	82	85	87	매출총이익률 (%)	20.8	21.8	22.5	21.8	22.9
지배주주지분	36	41	43	48	57	영업이익률 (%)	0.9	5.3	3.3	5.7	7.5
자본금	6	6	6	6	6	EBITDA마진률 (%)	5.4	9.0	8.4	10.5	12.0
자본잉여금	44	43	43	43	43	당기순이익률 (%)	-1.6	1.3	1.5	3.5	6.3
이익잉여금	-14	-12	-10	-5	4	ROA (%)	-1.4	1.5	1.4	3.7	6.7
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	-3.8	4.5	4.2	10.6	17.6
자본총계	36	41	43	48	57	ROIC (%)	1.0	6.7	3.9	8.2	11.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-6	0	18	6	12	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1	2	2	5	9	P/E	-91.9	33.0	58.4	21.6	11.3
비현금수익비용가감	8	10	7	6	6	P/B	3.6	1.4	2.4	2.2	1.8
유형자산감가상각비	2	3	4	4	5	P/S	1.5	0.4	0.9	0.8	0.7
무형자산상각비	2	2	2	2	2	EV/EBITDA	34.9	8.9	14.2	10.4	8.2
기타현금수익비용	3	5	1	-1	-1	P/CF	21.1	4.7	12.0	9.9	6.8
영업활동 자산부채변동	-11	-11	10	-4	-3	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-13	-7	7	-3	-3	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-8	0	3	-4	-3	매출액	38.8	53.4	-9.7	12.7	8.7
매입채무 증가(감소)	12	-3	0	3	2	영업이익	-6.6	799.8	-43.6	94.0	40.9
기타자산 부채변동	-1	-1	0	0	0	세전이익	적지	흑전	145.7	151.2	79.8
투자활동 현금	2	-17	-8	-9	-9	당기순이익	적지	흑전	3.1	169.7	92.0
유형자산처분(취득)	-4	-8	-7	-8	-8	EPS	적지	흑전	3.1	169.7	92.0
무형자산 감소(증가)	-4	-3	-2	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	10	0	0	0	0	부채비율	205.0	199.0	189.7	176.7	152.0
기타투자활동	0	-7	0	0	0	유동비율	108.7	141.9	143.0	143.0	152.0
재무활동 현금	7	11	0	0	0	순차입금/자기자본(x)	89.7	121.9	93.5	90.5	71.1
차입금의 증가(감소)	7	11	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	0.3	2.0	0.8	1.8	3.0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	43	54	54	54	54
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	33	50	40	43	41
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	3	-6	10	-3	3	EPS	-127	155	160	431	828
기초현금	7	10	4	14	11	BPS	3,248	3,690	3,850	4,281	5,109
기말현금	10	4	14	11	13	SPS	7,794	11,956	10,791	12,159	13,214
NOPLAT	1	5	3	7	10	CFPS	552	1,089	778	939	1,379
FCF	-2	-16	10	-3	3	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 아모센스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

아모센스 (357580) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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 당사에게 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 현재 당사에서 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.