

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	▲ USD 275
현재주가(26/10/22)	USD 217.77
상승여력	26.3%

S&P 500(p)	7,663.43
EPS 성장률(26F, %)	흑자전환
P/E(26F, x)	77.3
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	64.14
시가총액(조원)	85.02
상장주식수(백만주)	294.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	3,688.55
52주 최저가(USD)	76.97
52주 최고가(USD)	345.85

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.2	-5.2	130.8
상대주가	-20.2	-11.7	101.7



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

블룸에너지

온사이트 전력의 표준이 되다

3Q26 Review: 컨센서스 크게 상회, 가이던스 세 번째 상향

3분기 매출액은 \$1,235.8mn(+138% YoY, +16% QoQ)으로 컨센서스(\$1.08bn)를 14% 상회했다. 제품 매출이 \$1,073.6mn(+179% YoY)으로 처음 \$1bn을 넘어 매출의 87%를 차지했다. 비GAAP GPM은 34.5%(+4.1%p YoY)로, 납기 단축 비용에도 제품 마진이 38.4%(+1.2%p QoQ)로 상승했다. 매출이 138% 증가하면서 레버리지가 발생하고 있다.

연간 가이던스 매출액 \$4.4~4.6bn(+122%), 비GAAP 영업이익 \$960~1,030mn, 비GAAP EPS \$3.10~3.40으로 연초(\$3.1~3.3bn) 이후 세 번째 상향이다. 역산한 4분기 매출은 \$1.35~1.55bn이다. 계약자산·채고 증가로 인해 분기 영업현금흐름은 -\$27mn이었으나 누적 FCF는 +\$42mn이다.

캐파 5GW 이후를 준비, 수요처는 이제 데이터센터 밖으로

프리몬트 부지 확장은 기존 연 5GW 생산능력 이후를 대비한 것으로, 증설은 수요에 맞춰 계속 상향할 것으로 보인다. 동사의 높은 성장은 동사 전원이 전력망 병목 현상 대안으로 자리 잡았기 때문이다. 회사측 자료에 따르면, 전력망 제약 시 데이터센터 개발업체 61%가 온사이트 발전을 채택할 것으로 조사되고 있다. 또한, 고밀도 AI 랙 증가에 따라 2030년까지 신규 데이터센터의 36%가 DC, 21%가 Hybrid AC-DC 방식을 도입할 전망이다.

동사 발주처는 AEP-구글 702MW 와이오밍 프로젝트(탄소포집 연계 계획), 미 육군 기지 발전, 텍사스 첫 출하, 유틸리티 계통측 도입, 해외 진출 등으로 수요처가 넓어지고 있다. 회사 설문에서 미국 C&I 시설의 25%가 2030년까지 전력을 전부 온사이트로 조달하겠다고 답했다.

목표주가 \$275로 상향, 투자 의견 매수 유지

2026년, 2027년 매출 추정치를 각각 25.4%, 21.9% 상향한다(2026F \$4.50bn, 2027F \$6.78bn). 목표주가는 2028F 매출에 EV/Sales 11.05배(Peer 8.5배에 30% 할증, 8% 할인)를 감안해 275달러(기존 249.2달러)로 상향한다. 26.3%의 상승여력으로 매수 의견을 유지한다. 실적 발표 전 1개월 주가가 21% 조정되어 2027F P/E는 43.1배다. 4분기 납기, 데이터센터 건설 지연, 운전자본 등은 리스크요인이지만 수주잔고 확대와 영업 레버리지가 확인된 만큼 조정은 장기적인 매수 기회로 판단한다.

결산기 (12월)	24/12	25/12	26/12F	27/12F	28/12F
매출액 (USD 100mn)	1,474	2,024	4,502	6,782	8,709
영업이익 (USD 100mn)	23	73	774	1,528	2,155
영업이익률 (%)	1.6	3.6	17.2	22.5	24.7
순이익 (USD 100mn)	-15	-88	823	1,506	1,958
EPS	-0.07	-0.38	2.82	5.05	6.49
ROE (%)	-2.6	-11.2	35.1	36.5	30.6
P/E (배)	-	-	77.3	43.1	33.5
P/B (배)	9.0	29.8	27.8	16.0	10.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 실적 상세 및 전망

부문별: 제품이 성장과 마진 개선을 함께 끌었다

제품 매출은 \$1,073.6mn(+179% YoY, +15% QoQ)으로 전사 매출의 87%를 차지했다. 제품은 고객에게 통제권이 넘어가는 시점에 인식되므로 납품·인수된 시스템 물량을 그대로 보여준다. 제품 매출총이익률은 GAAP 37.9%, 비GAAP 38.4%로 전분기보다 각각 1.4%p, 1.2%p 상승했다. 신규 라인 램프업과 납기 단축(긴급 출하) 비용을 흡수하고도 개선된 점을 주목할 만하다.

서비스 매출은 \$67.6mn(+15% YoY)이고 비GAAP 마진은 21.4%(+7.0%p YoY)로 2분기 연속 20%를 상회했다. 설치 매출 역시 \$84.9mn(+29% YoY, +66% QoQ)으로 상승했으나 GAAP 마진은 부진(-4.8%)했다. 전력 판매 매출은 \$9.8mn을 기록했다.

GAAP 영업비용은 \$191.7mn(+33% YoY)으로 연구개발 \$64.1mn, 판매·마케팅 \$52.4mn, 일반관리 \$75.1mn이다. 주식보상비용(\$60.1mn)을 뺀 비GAAP 영업비용은 \$140.5mn(+26% YoY)이다. 영업외에서는 이자수익 \$22.1mn, 이자비용 \$7.5mn, 지분 법손실 \$2.9mn, 기타이익 \$12.6mn(세일앤리스백 정산이익 \$9.4mn 포함)이 반영돼 GAAP 순이익은 \$250.3mn(회석 EPS \$0.78)을 기록했다.

현금흐름·재무상태: 매출 인식과 대금 회수의 시차

분기 영업현금흐름은 -\$27.1mn이다. 실적 발표 이후 주가 부진의 주요 원인 중에 하나로 지목될 수 있다. 순이익 \$249.0mn에도 계약자산(+\$430.3mn), 매출채권(+\$175.2mn), 재고(+\$170.4mn), 기타 장기자산(+\$178.0mn)이 늘었고, 매입채무(+\$184.7mn)와 이연 수익·고객예치금(+\$309.3mn)이 일부를 상쇄했다. 다만, 대금 청구는 계약 마일스톤을 따르기 때문에 대형 납품이 몰린 분기에는 회수가 매출 인식보다 늦는 점을 감안하면, 우려할 상황은 아니라는 판단이다(회사측 코멘트: 대금 청구는 계약 마일스톤을 따르므로 매출 인식과 현금 회수 사이에 시차가 생기며, 그 차이는 청구·회수 전까지 계약자산과 매출채권에 반영. 3분기에는 제품 매출이 사상 최대를 기록하면서 계약자산이 \$430mn 증가한 바 있음).

설비투자는 \$153.5mn(연초 누적 \$231mn, 2025년 연간의 약 4배)으로 프리몬트·뉴어크 기존 공장 안의 설비 증설에 쓰였다. 분기 FCF는 -\$180.6mn, 연초 누적 FCF는 +\$41.6mn이다. 분기말 현금 \$2,486.7mn, 차입금(리코스)은 \$2,473.5mn이다. 계약 자산(유동)은 \$792.8mn으로 연초보다 \$613.9mn 증가했으나 이연수익·고객예치금도 \$754.4mn으로 \$610.6mn 늘었다. 경영진은 계약자산 잔액보다 회전(청구·회수)을 관리 지표로 제시했다.

추정 변경: 2026년, 2027년 매출 각각 6.8%, 22.4% 상향

표 1. 추정 변경표

(백만USD, USD, %)

	변경전		변경후		변경률	
	26F	27F	26F	27F	26F	27F
매출액	3,589	5,563	4,502	6,782	25.4	21.9
EBITDA	628	1,284	829	1,591	32.0	23.9
영업이익	574	1,227	774	1,528	34.8	24.5
세전이익	600	1,271	832	1,586	38.6	24.8
순이익	655	1,386	823	1,506	25.7	8.7
EPS (USD)	2.67	4.24	2.82	5.05	5.5	19.2

주: GAAP 기준, 변경전은 실적 발표 전 당사 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

4분기 매출은 \$1,450mn(제품 \$1,275mn)으로 가이드스 중간값 수준이다. 4분기 주식보상비용을 \$62mn으로 두면 연간 비GAAP 영업이익은 약 \$1,011mn(가이드스 상단 근처), 비GAAP 매출총이익률은 34.1%, 비GAAP EPS는 약 \$3.30이다. 제품 매출총이익률은 4분기 38.0%에서 2027년 38.0~39.0%, 2028년 39.0~40.0%로 완만하게 상향한다(램프업 비용과 원가 절감 반영의 시차 감안).

2027년 제품 매출은 \$6.1bn(+55% YoY), 전사 매출은 \$6.78bn(+51% YoY)으로 추정한다. 생산능력을 수요에 맞춰 계속 늘리겠다는 언급과 백로그가 매출보다 빠르게 증가하고 있다는 점을 반영했다. 2028년 제품 매출은 \$7.9bn(+30% YoY), 전사 매출 \$8.71bn(+28.4% YoY)이다. 영업비용은 2027년 +24%, 2028년 +18%로, 영업이익률은 2027년 22.5%, 2028년 24.7%다

2026년 가이드스 변화: 매출 중간값 연초 대비 +41%

표 2. 블룸에너지 2026년 가이드스 변화

(USD, %, %p)

	4Q25 발표	1Q26 발표	최근 발표		비교	
			2Q26	3Q26	변화(%)	당사 26F
매출액(\$bn)	3.1~3.3	3.4~3.8	3.9~4.2	4.4~4.6	+40.6	4.50
비GAAP GPM(%)	~32	~34	~34	~34	+2.0%p	34.1
비GAAP 영업이익(\$mn)	425~475	600~750	800~900	960~1,030	+121.1	1,011
비GAAP EPS(\$)	-	1.85~2.25	2.55~2.85	3.10~3.40	+58.5	3.30

주: 변화는 중간값 기준(EPS는 1Q26 발표 대비), 당사 비GAAP 추정은 4Q26 주식보상비용 \$62mn 가정

자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q26 실적 비교표

(백만USD, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26		성장률	
			실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	519	1,065	1,236	1,082	138.1	16.0
영업이익	8	182	225	225	2,773.4	23.7
영업이익률 (%)	1.5	17.1	18.2	20.8	16.7	1.1
세전이익	-23	200	250	175	흑전	24.7
순이익	-23	196	250	174	흑전	27.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 블룸에너지, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 분기별 실적 추이 및 전망

(백만 USD, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	326	401	519	778	751	1,065	1,236	1,450	2,024	4,502	6,782
Product	212	297	384	638	653	935	1,074	1,275	1,531	3,937	6,100
Service	54	54	59	62	62	69	68	70	228	268	322
Others	61	50	76	78	36	61	95	105	264	297	361
매출총이익	89	107	152	240	226	356	417	497	587	1,495	2,425
Product	72	98	135	234	224	341	407	484	538	1,457	2,359
Service	1	5	7	10	8	13	12	13	23	46	61
Others	16	4	10	-4	-7	1	-2	0	26	-7	4
EBITDA	-6	10	21	101	85	195	239	307	123	829	1,591
영업이익	-19	-4	8	88	72	182	225	294	73	774	1,528
세전이익	-23	-41	-23	2	74	200	250	307	-84	832	1,586
순이익(지배)	-24	-43	-23	1	71	196	250	306	-88	823	1,506
영업이익률 (%)	-5.8	-0.9	1.5	11.3	9.6	17.1	18.2	20.3	3.6	17.2	22.5
세전순이익률 (%)	-7.0	-10.3	-4.4	0.3	9.9	18.8	20.2	21.2	-4.2	18.5	23.4
순이익률 (지배, %)	-7.3	-10.6	-4.4	0.1	9.4	18.4	20.3	21.1	-4.4	18.3	22.2

주: GAAP 기준, Others는 전력·설치 합계

자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. Valuation: EV/Sales

항목	2028F	비고
Sales(백만달러)	8,709	2027년 이후 생산능력 확대 효과를 반영해 2028년 매출 적용
Target EV(백만달러)	89,110	EV/Sales 11.05배(Peer 8.5배 대비 30% 할증), 8%로 1년 할인
순차입금(백만달러)	0	2026년 말 예상
주주가치(백만달러)	89,111	
주식수(백만주)	324.3	3Q26 회식 가중평균 주식수
목표주가(달러)	275	기존 목표주가 \$249.2 / 변경률 +10.4%
현재주가(달러)	217.77	2026년 10월 22일 종가
상승여력(%)	26.3	

자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터 추정

3Q26 실적 발표 컨퍼런스콜 요약

경영진 발표 ① KR Sridhar(CEO): 사업·수요

- 9월 말 창립 25주년과 S&P 500 편입을 맞아 뉴욕증권거래소 개장 벨을 울렸다. 8년 전 IPO 때는 틈새 발전원으로 여겨졌지만 지금은 AI 혁명을 떠받치는 온사이트 전력의 표준으로 인식된다.

- 전력망은 넓은 지역에 고르게 퍼진 수요를 위해 설계돼, 한 곳에 몰린 데이터센터의 대규모 수요를 감당하지 못한다. 원가가산 요금 구조와 독점 공급권은 유틸리티의 혁신 유인을 줄였고, 20년간 정체된 수요로 투자도 부족했다. 하이퍼스케일러가 가장 먼저 자체 온사이트 전원으로 돌아섰다.

- 같은 힘이 전력시장 전반을 움직이고 있다. 200여 개 C&I 기업 설문에서 미국 상업·산업 시설의 25%가 2030년까지, 15개 업종의 35%가 2035년까지 전력을 전부 온사이트로 조달할 것으로 예상했다. IEA는 2035년 전 세계 전력 수요가 40% 늘 것으로 전망한다.

- 연초 첫 실적 발표 때 60% 성장을 제시했으나 이번엔 중간값 기준 120% 이상으로 높였다. 고객 파이프라인과 백로그는 매출보다 빠르게 늘고 있고 고객·업종·지역 구성도 다양해지고 있다.

- 납기: 15개월 전 오라클 유타 사이트에 계약 후 2개월 안에 전력을 공급했다. 뉴저지의 네비우스 사이트는 계약 3개월 안에 계획위원회 승인을 받았고, 승인 2개월 뒤 첫 블록 전력을 준비했다.

- 정책: 버지니아 주지사 스펀버거는 2026년 에너지 계획에서 비연소 연료전지가 가스 발전보다 지역 배출을 크게 줄인다고 명시했다. 세계 데이터센터가 가장 많이 몰린 지역이라는 점에서 의미가 크다.

- 이번 분기 5대 성과: ① 미 육군이 파트너 Indelible에 동사 서버를 활용한 기지 내 상업 발전 장기 임대를 조건부 부여 ② AEP가 구글에 근(近)탄소제로 전력을 공급하는 700MW 탄소포집 연계 프로젝트 공개 ③ 로키·중서부·오대호 지역 확대, 전력 단가가 가장 낮은 텍사스에 이번 분기 첫 출하 ④ 유틸리티가 배전망에 동사 서버를 두는 계통측(front-of-the-meter) 채널 확대 기대 ⑤ 여러 해외 시장에서 현지 파트너와 협의 중이며 곧 수주 소식을 알릴 예정이다.

- 성장 옵션: 탄소포집(CCS), 800V DC 배전, 열병합(CHP)까지 같은 플랫폼으로 대응한다. 기가와트급 지능형 공장부터 메가와트급 추론 데이터센터, 병원·통신 거점까지 수요가 넓어지고 있다.

경영진 발표 ② Simon Edwards(CFO): 실적·가이던스

- 매출 \$1.24bn(+138% YoY, +16% QoQ), 영업이익 \$286mn(+500% 이상)이다. 누적 매출 \$3.05bn은 이미 2025년 연간의 1.5배이고, 이번 분기 영업이익만으로 2025년 연간 영업이익을 넘었다. 매출이 138% 늘 때 영업비용은 26% 늘어 영업이익률이 8.9%에서 23.1%로 올랐다.
- 제품 매출 \$1.07bn(87% 비중)은 처음 분기 \$1bn을 넘었다. 설치 매출은 진행률로 인식돼 제품과 분기마다 따로 움직인다. 제품 마진 38.4%(+250bp YoY, +120bp QoQ)는 신규 라인 램프업과 납기 단축 속에서도 개선됐으며, 가격 협상력과 원가 절감의 직접 지표다. 서비스 마진은 21.4%(+700bp)다. 분기 믹스 변동이 커 매출총이익률은 연간 기준으로 관리하고 가이던스를 제시한다.
- 조정 EBITDA \$299mn(매출 대비 24%), 비GAAP EPS \$0.94, GAAP EPS \$0.78이다.
- 영업현금흐름은 -\$27mn으로 재고·계약자산·매출채권 증가 때문이다. 대금 청구는 계약 마일스톤에 따라 타분기에 일어날 수 있으며, 그 차이는 시간이 지나면 해소된다. 설비투자는 \$153mn(누적 \$231mn)으로 수요에 맞춰 단계적으로 집행한다. 분기 FCF -\$181mn, 누적 +\$42mn, 기말 현금 \$2.5bn이다.
- 가이던스: 매출 \$4.4~4.6bn(+122%)은 3분기 실적과 4분기 납품 시점에 대한 가시성 개선을 반영했다. 고객별 사이트 준비·전환 시점을 점검한 백로그와 확률 가중 파이프라인 두 층으로 구성되며, 연말 소수 납품의 시점이 범위 안 위치를 결정한다. 비GAAP 매출총이익률은 34%로 유지(2025년 30%, 연초 32%), 비GAAP 영업이익 \$960~1,030mn(중간값 영업이익률 22%, 2월 가이던스 14%), 비GAAP EPS \$3.10~3.40이다.

표 6. 블룸에너지 주요 전력 공급계약 체결 타임라인 및 규모

체결일자	고객사	규모(MW)	비고
2023-12-22	SK Ecoplant	500	2024~2027
2024-05-09	Intel	미공개	
2024-07-16	CoreWeave, Chirisa Technology	미공개	
2024-11-07	SK Eternix	80	
2024-11-07	Quanta Computer	미공개	1GW 프레임워크
2024-11-14	AEP (AWS, Cologix)	100	
2025-02-20	Equinix	100	
2025-07-24	Oracle	미공개	\$5bn 파트너십
2025-10-13	Brookfield	1,000~2,000	
2025-12-30	QMN(Quanta Manufacturing Nashville)	미공개	
2026-01-04	AEP (Crusoe, Tallgrass Energy)	900	24년 11월 계약 옵션 행사
2026-04-13	Oracle	최대 2,800	1.2GW 확장, 기존 계약 확대
2026-05-20	Nebius	328	설치용량, 10년 서비스 계약(최대 \$2.6bn)
2026-10-14	AEP (Google, 와이오밍)	702	20년 PPA, 탄소포집 연계 계획

자료: 언론 보도, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

질의응답(Q&A)

Q1. Mark Strouse(JP모건): 프리몬트 부지를 지금 확장하는 이유는? 기존 연 5GW를 넘어 10GW까지 보나?

A(KR). 전력 수요 급증은 AI만이 아니라 여러 산업과 아시아·유럽 등 지역에서 나타나고, 회복력·보안 때문에 온사이트 수요가 늘고 있다. 5GW는 긴 여정의 이정표일 뿐이며 이제 시야에 들어와 그 이후를 준비한다. 증설은 계단식이 아니라 다이얼처럼 수요에 맞춰 조정한다. 전조등이 비추는 범위를 넘어서지는 않되 고객 전력 공급의 병목이 되지는 않는다.

Q1-2. 매출 상황에도 매출총이익률 가이드언스를 유지한 이유와 2027년 방향은?

A(CFO). 매출총이익률은 2024년 28.7%, 2025년 30.3%, 3Q26 34.5%로 올라왔다. 제품 가격은 강하고 원가 절감도 숫자에 나타난다. 다만 신규 라인 램프업과 납기 단축에 단기 비용이 들고, 엔지니어링·소싱·제조 원가 절감 프로그램이 원가에 반영되기까지 시간이 걸려 가이드언스를 신중하게 잡았다. 라인이 성숙하고 가동률이 오르면 규모의 효과가 더 나타날 것이다.

Q2. Nick Amicucci(에버코어 ISI): 이번 분기 현금 유출의 특이 요인은?

A(CFO). 영업에서 번 돈으로 성장 투자를 감당하는 자체 자금 조달 구조라 외부 자본 의존과 실행 리스크가 낮다. 한 분기가 아니라 연간으로 봐야 하며, 이번 유출은 추세의 시작이 아니다. 연초 누적 영업현금흐름은 플러스이고 설비투자도 영업으로 충당했다.

Q2-2. 규제 유틸리티의 자원계획(IRP) 편입 기회는?

A(KR). 고객은 요금 납부자와 이를 서비스하는 유틸리티 둘이다. 유틸리티가 동사 서버를 송·배전 자산으로 요금 기저(rate base)에 넣으면 특정 고객 주문 없이도 IRP에 따라 조달할 수 있다. 중앙 발전소와 송배전 증설은 비용·병목·시간 면에서 맞지 않고, 고객이 계량기 뒤(BTM)로 떠나면 유틸리티는 요금 기저를 잃고 남은 납부자의 요금이 오른다. 규제당국이 편입 여지를 주기 시작했고 큰 성장 사업이 될 것이다.

Q3. David Arcaro(모건스탠리): 탄소포집·열병합·800V DC의 상용화 단계는?

A(KR). AEP의 700MW 탄소포집 프로젝트(구글향)가 상징적이다. 연소 기술은 경제적으로 확장 가능한 포집 경로가 없지만 동사 기술은 고농도 CO₂를 분리할 수 있어, 시장이 준비되면 1조 달러 이상의 기회라고 본다. 800V DC는 1GW 데이터센터가 첫 5년간 \$5bn 이상을 절감하며(자체 보고서), 800V DC 서버 랙이 나오면 채택될 것이다. 모든 하이퍼스케일러와 논의 중이고 시점은 고객이 정한다. 열병합은 폐열로 냉방해 전력 수요를 20% 줄이며, 스팀·냉방이 필요한 C&I에서 큰 성장 축이 된다.

Q4. Chris Dendrin(RBC): 수요가 늘어도 전력 공급 리드타임을 90일 안으로 유지하나? 네비우스 첫 블록 규모는?

A(KR). 네비우스용 서버는 준비됐고 300MW 전체에서 병목이 되지 않겠다는 약속을 지키고 있다. 데이터센터는 블록 단위로 세워지며 첫 블록이 거의 준비됐다. 일정은 고객이 밝힐 사안이다. 엔비디아 CEO는 GW급 데이터센터가 한 분기 늦어지면 \$10bn의 매출을 잃는다고 언급한 바 있다. 대기 허가를 받기에 가장 깨끗하고, 가장 빠르게 전력을 공급할 수 있는 기술이라는 점이 강점이다.

Q4-2. 증설 과정에서 자동화와 원가 절감 여지는?

A(KR). 과거 연 100MW 스택을 만들 때 약 600명이 일했는데 1GW에서도 600명, 5GW에서도 600명으로 운영할 계획이다. 원가 절감은 회사의 DNA이며 AI를 자동화에도 활용한다.

Q5. Manav Gupta(UBS): LCOE 대비 총비용, 물 사용 측면의 우위는?

A(KR). 1GW 데이터센터 수명 동안 습식 냉각 복합화력은 물을 약 250억 갤런 쓰지만 동사는 약 140만 갤런이다. 비용은 LCOE가 아니라 계통 전달 전력, 랙 전력, 토큰당 전력비 순으로 봐야 한다. 계통·터빈은 부하 변동을 따라가지 못해 랙 안에서 전력을 버리지만 연료전지는 그럴 필요가 없어 총비용 기준 최저가다.

Q6. Ben Kallo(베어드): 분기 250~300MW 증설 속도와 공급 제약, 개발사 수요는?

A(KR). 분기·연간 증설 수치를 제시한 적은 없다. 수요에 따라 조절하지만 당분간 낮출 일은 없어 보인다. 해외는 가스 가격이 미국보다 훨씬 높아 효율 우위가 더 크며, 곧 좋은 소식을 알리겠다.

Q7. Ameet Thakkar(BMO): 현재 최대 단일 사이트 규모는?

A(KR). 이미 100MW급이 가동 중이고, 와이오밍은 700MW로 GW급에 가깝다. 가장 작은 시스템은 홈디포 매장용 150kW다.

Q8. Maheep Mandloi(미즈호): 수주잔고가 매출보다 빠르게 늘었다는 언급의 의미는?

A. 연초(4분기 실적 발표)에 정확한 수치를 주겠다. 견조하게 늘고 있지만 범위는 제시하지 않는다.

Q9. Sunaina Ocalan(번스타인): 하이퍼스케일러의 탄소포집 수요와 전력비 영향은?

A(KR). 모든 하이퍼스케일 고객이 탄소포집 옵션을 묻고 있으며, 곧 대부분이 최소한 탄소포집 대응(CCS-ready) 시스템을 살 것으로 본다. 무탄소 전력에 10~15% 비용을 더 내는 것은 의무가 없어도 수용 가능한 수준이며, 동사는 포집·저장 전체 비용을 그 범위에서 제공할 수 있다.

Q10. Colin Rusch(오픈하이머): 계약자산의 청구·회수 전망과 탄소포집 수익화 방식은?

A(CFO). 계약자산 잔액은 늘 수 있지만 중요한 것은 회전, 즉 청구 마일스톤에 도달해 현금을 회수하는 것이다. 매출채권과 계약자산의 회전 관리가 최우선이다. A(KR). 수익화는 고객에 맞춘다. 가스 회사가 직접 붙여 크레딧과 전력 판매로 수익을 내거나, 파트너와 일괄 솔루션을 제공하고 수익을 나누거나, 고객이 크레딧을 가지고 동사에 전력비 또는 장비마진을 지급할 수 있다. 어떤 방식이든 중립적이다.

- 마무리(KR): 불확실성과 시장 변동성이 크지만 전력 수요는 구조적으로 늘어난다. 동사는 깨끗하고 안정적인 전력을 대규모로 공급하는 플랫폼을 만들었고, 자체 자금으로 성장하며 이익을 내는 모델을 증명하고 있다.

애널리스트 코멘트

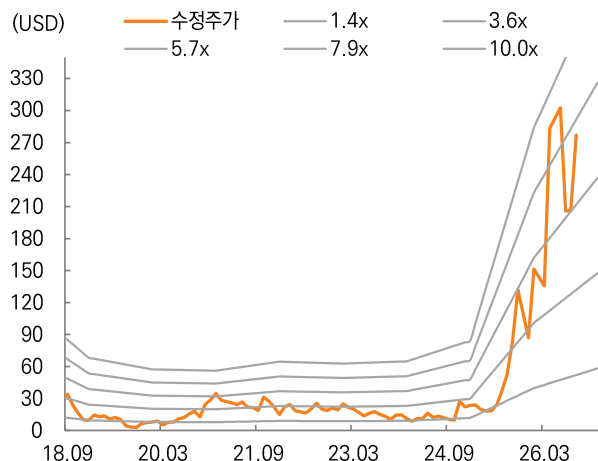
- 가이던스는 범위가 좁고(중간값 $\pm 2\%$) 연말 소수 납품의 시점만 남았다. 당사는 이를 반영 4분기 매출을 \$1,450mn으로 전망한다.

- 매출총이익률 가이던스 유지(~34%)는 4분기 설치 비중 확대와 램프업 비용을 반영한 신중한 수치다. 제품 마진이 3개 분기 연속 오른 만큼 2027년 개선 여지는 남아 있다.

- 계약자산(연초 대비 +\$614mn)이 크게 늘었지만 이연수익·고객예치금도 +\$611mn 늘어 선수금 성격의 현금이 함께 들어왔다. 4분기 회수와 연간 FCF가 관전 포인트이다.

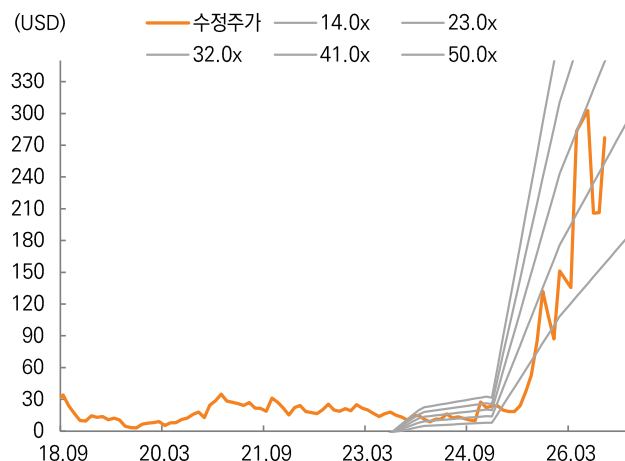
- 5GW 이후를 대비한 프리몬트 확장은 2027년 이후 성장의 바탕이다. 당사 2027년 매출 성장률 +51%는 생산능력 확대와 수주잔고 증가를 전제로 한다.

그림 1. 블룸에너지 12M FWD PSR 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 블룸에너지 12M FWD EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. Peer Valuation: 데이터센터 전력 공급 밸류체인

(십억원, %, 배)

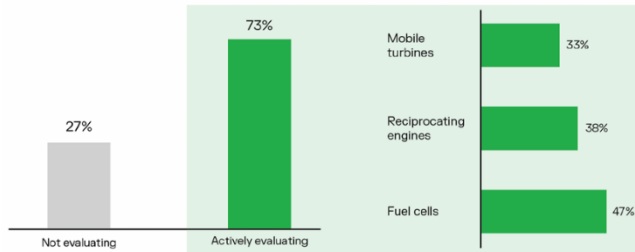
분야	회사명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
연료전지 솔루션	블룸에너지	85,353	5,459	9,090	1,079	2,280	42.7	42.9	15.7	9.4	69.7	35.7	15.7	9.4
	두산퓨얼셀	2,191	525	848	-72	40	-26.6	3.4	4.2	2.6	-	34.0	5.1	3.1
	세레스 파워 홀딩스	976	101	117	-26	-10	-4.0	-0.9	9.6	8.3	-	114.1	6.7	5.7
	PowerCell Sweden AB	123	37	56	-14	-5	-32.1	-11.0	3.3	2.2	-	951.0	3.4	2.3
	플러그 파워	2,556	1,090	1,289	-389	-224	-70.2	-51.0	2.3	2.0	-	-	3.2	2.7
	발라드 파워 시스템스	694	146	209	-73	-63	-10.2	-14.7	4.8	3.3	-	-	0.3	0.2
	부문 평균	15,316	1,226	1,935	84	336	-16.7	-5.2	6.6	4.6	69.7	283.7	5.7	3.9
원전 주기 설계	두산에너지빌리티	39,459	18,308	20,385	1,147	1,594	4.7	7.5	2.2	1.9	28.1	22.0	2.6	2.4
	미쓰비시중공업	105,339	46,656	50,822	4,954	5,867	13.2	14.1	2.2	2.1	15.7	13.4	2.1	1.9
	제너럴 일렉트릭	402,116	67,360	75,117	14,640	16,613	48.0	52.4	6.0	5.4	28.5	25.2	6.9	6.2
	히타치	223,334	99,485	109,271	12,285	14,033	14.2	16.2	2.2	2.0	13.6	12.0	2.2	2.0
	부문 평균	192,562	57,952	63,899	8,256	9,527	20.0	22.5	3.1	2.8	21.5	18.1	3.5	3.1
SMR	뉴스케일 파워	3,065	37	179	-375	-500	-13.6	-12.5	84.1	17.2	-	-	43.4	8.8
	오글로	6,661	5	19	-337	-363	-7.1	-7.7	1,226.3	346.4	-	-	493.5	139.4
	BWX 테크놀로지스	15,462	5,095	5,555	714	806	30.8	28.5	3.1	2.8	19.7	17.7	3.4	3.1
	Dominion Energy	76,254	24,547	26,083	7,358	8,484	9.0	9.6	3.1	2.9	14.2	12.3	6.2	5.9
	Talen Energy	21,051	5,958	6,913	1,882	2,639	162.8	49.1	3.5	3.0	11.8	9.4	5.6	4.8
	Constellation Energy	119,871	43,161	44,855	8,124	8,540	19.8	17.3	2.8	2.7	14.2	13.2	3.5	3.4
	부문 평균	40,394	13,134	13,934	2,894	3,268	33.6	14.1	220.5	62.5	15.0	13.1	92.6	27.6
가스터빈	GE 버노바	292,138	61,457	70,436	5,862	10,612	50.4	40.7	4.8	4.2	33.3	22.3	4.6	4.0
	Siemens Energy AG	155,721	65,881	75,429	7,723	10,786	35.3	43.7	2.4	2.1	14.1	10.7	2.2	1.9
	미쓰비시전기	87,327	53,843	55,627	5,711	6,270	11.5	12.0	1.6	1.6	10.8	10.0	1.5	1.5
	동광 전기	14,380	17,316	18,831	1,143	1,402	10.3	11.3	0.9	0.8	9.7	8.2	0.8	0.7
	상하이 전기집단	16,498	27,552	29,409	1,069	1,260	2.7	3.4	0.6	0.6	17.1	15.8	1.0	0.9
	두산에너지빌리티	39,459	18,308	20,385	1,147	1,594	4.7	7.5	2.2	1.9	28.1	22.0	2.6	2.4
	부문 평균	100,920	40,726	45,020	3,776	5,321	19.1	19.8	2.1	1.9	18.9	14.8	2.1	1.9
전체 평균		77,728	25,560	28,224	3,343	4,166	13.5	11.9	63.1	19.3	21.9	74.9	28.0	9.7

주: 2026년 10월 22일 종가

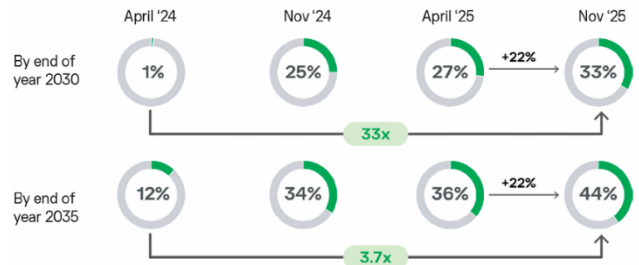
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 개발사들의 온사이트 발전 선호 기초 상승 추세

Share of developers evaluating onsite power solutions¹⁴ and corresponding technologies under evaluation or already deployed¹⁵

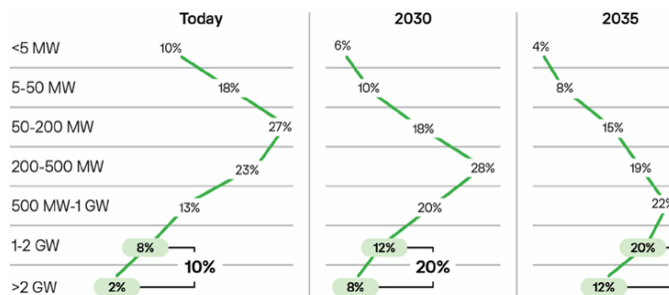


Average share of developers expecting 100% onsite generation at data centers



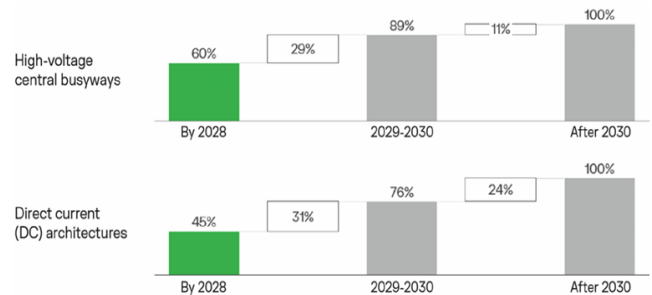
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. GW급 데이터센터 비중 전망: 2030년 20%, 2035년 32%



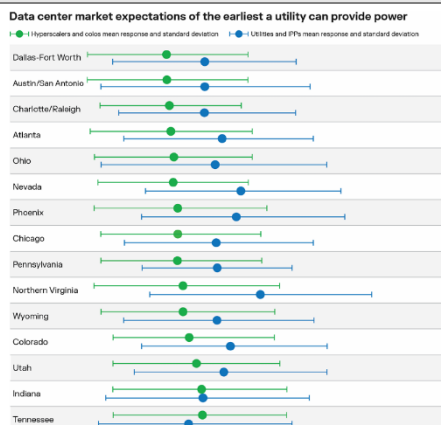
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. DC배전 아키텍처는 2년 이내에 도래할 전망



자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

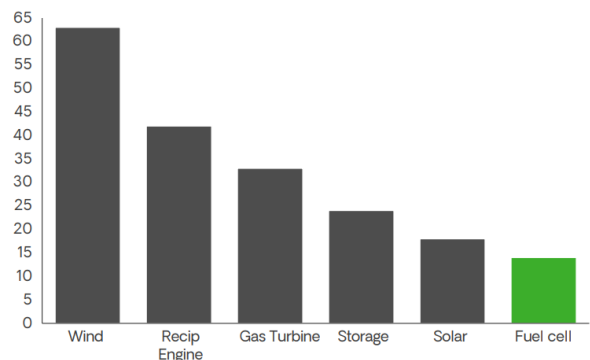
그림 6. Time-to-power 전망 간극 확대(개발사 vs. 유틸리티)



자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

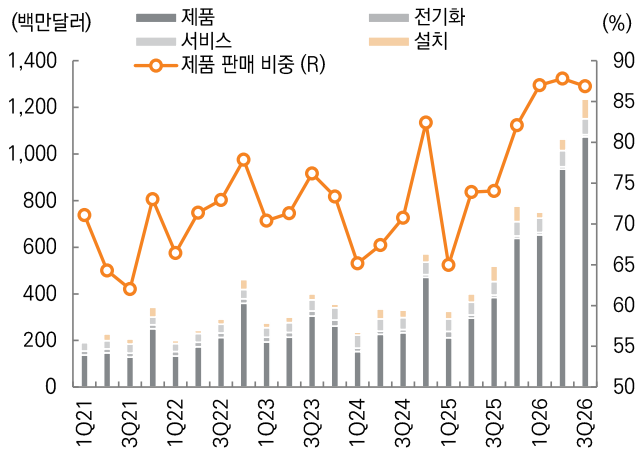
그림 7. SOFC는 가장 빠른 대안으로 부각

Years from first commercial launch to 1 GW



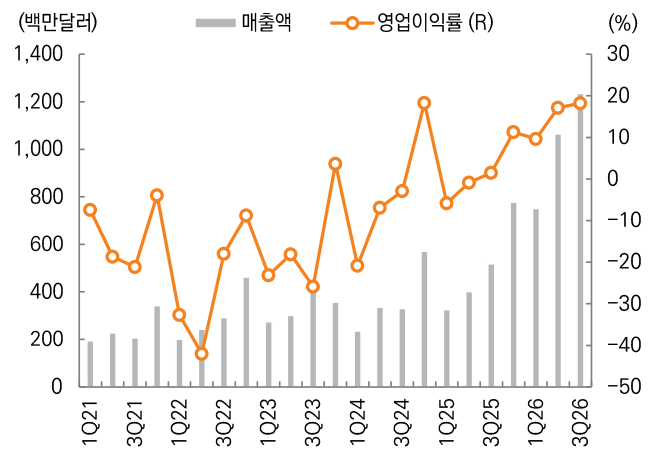
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 블룸에너지 부문별 매출액 및 제품 판매 비중(분기)



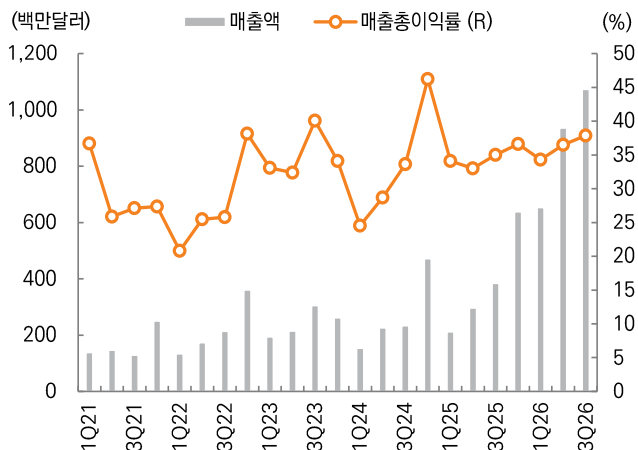
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 블룸에너지 전사 매출액 및 영업이익률 추이(분기)



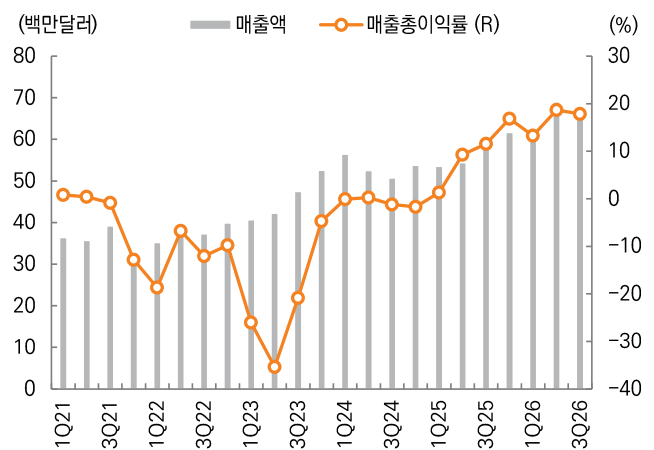
주: 영업이익률은 GAAP 기준
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 블룸에너지 제품 매출액 및 매출총이익률(분기)



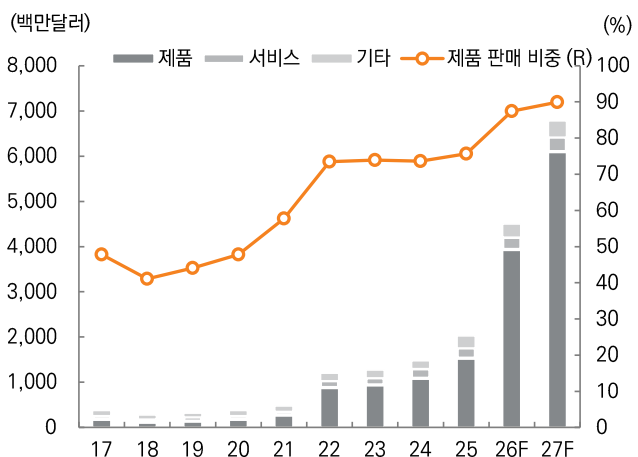
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 블룸에너지 서비스 매출액 및 매출총이익률(분기)



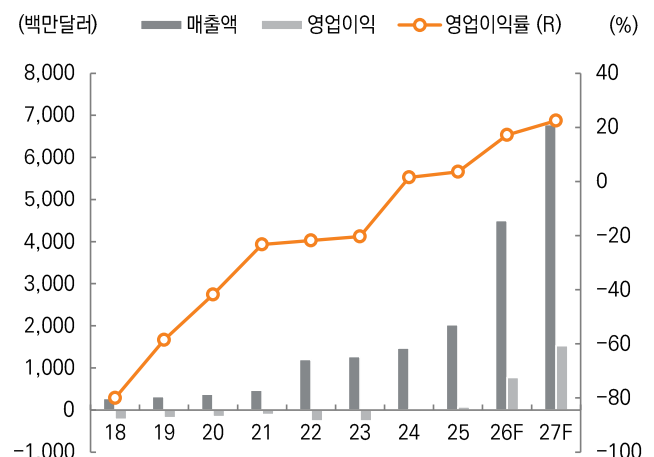
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 블룸에너지 부문별 매출액 및 제품 판매 비중(연간)



주: 2026~2027년은 추정
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 블룸에너지 전사 매출액 및 영업이익률 추이(연간)



주: 2026~2027년은 추정
자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

블룸에너지 (BE US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,024	4,502	6,782	8,709
매출원가	1,437	3,007	4,358	5,495
매출총이익	587	1,495	2,425	3,214
영업비용	1,951	3,728	5,254	6,554
EBIT	73	774	1,528	2,155
비영업손익	-157	58	58	70
금융이익	34	85	88	100
기타이익	-191	-27	-30	-30
세전사업손익	-84	832	1,586	2,225
법인세비용	3	4	79	267
비지배주주순이익	1	4	0	0
지배주주순이익	-88	823	1,506	1,958

Growth & margins (%)

매출액 증가율	37.3	122.4	50.7	28.4
GP 증가율	45.2	154.5	62.2	32.6
EBIT 증가율	217.8	962.8	97.4	41.1
NP 증가율	적지	흑전	83.0	30.0
EPS 증가율	적지	흑전	79.4	28.5
GPM	29.0	33.2	35.8	36.9
OPM	3.6	17.2	22.5	24.7
NPM	-4.4	18.3	22.2	22.5

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	640	1,065	1,630
당기순이익	-88	823	1,506	1,958
감가상각비 & 무형자산상각비	51	55	63	73
운전자본변동	152	-238	-505	-401
투자활동으로 인한 현금흐름	-93	-956	-702	-565
유형자산처분(취득)	-57	-350	-450	-450
기타	-36	-606	-252	-115
재무활동으로 인한 현금흐름	1,508	524	260	300
배당금	1	0	0	0
자본금 증가(감소)	1,450	724	260	300
차입금 증가(감소)	59	-200	0	0
FX rate effect	1	0	0	0
현금의 증가	1,531	208	623	1,365
기초현금	803	2,454	2,662	3,285
기말현금	2,454	2,662	3,285	4,650

주: GAAP 기준

자료: 블룸에너지, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,731	5,408	7,151	9,440
현금 및 현금성자산	2,454	2,662	3,285	4,650
매출채권 및 기타채권	372	675	1,017	1,306
재고자산	643	945	1,356	1,742
기타유동자산	261	1,125	1,492	1,742
비유동자산	666	1,567	2,206	2,698
유형자산	507	802	1,189	1,566
투자자산	0	0	0	0
기타비유동자산	159	765	1,017	1,132
자산총계	4,397	6,976	9,357	12,139
유동부채	624	1,413	1,951	2,395
매입채무 및 기타채무	425	967	1,455	1,849
단기금융부채	55	46	46	46
기타유동부채	143	400	450	500
비유동부채	2,980	3,216	3,276	3,342
장기금융부채	2,806	2,616	2,616	2,616
기타비유동부채	174	600	660	726
부채총계	3,604	4,629	5,227	5,737
지배주주지분	769	2,316	4,082	6,340
자본금	4,756	5,480	5,740	6,040
이익잉여금	-3,988	-3,165	-1,658	300
기타	0	0	0	0
비지배주주지분	24	32	47	61
자본총계	793	2,347	4,130	6,401

예상 주당가치 및 Valuation(요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E(x)	-	77.3	43.1	33.5
P/B(x)	29.8	27.8	16.0	10.4
EV/EBITDA(x)	208.9	80.9	42.6	30.8
EPS(USD)	-0.38	2.82	5.05	6.49
BPS(USD)	2.92	7.83	13.64	20.94
DPS(USD)	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향(%)	0.9	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 회전율(x)	5.4	6.7	6.7	6.7
재고자산 회전율(x)	3.1	4.8	5.0	5.0
매입채무 회전율(x)	4.8	4.7	4.7	4.7
ROA (%)	-2.0	11.8	16.1	16.1
ROE (%)	-11.2	35.1	36.5	30.6
ROIC (%)	2.1	15.4	21.4	20.9
부채비율(%)	454.5	197.2	126.6	89.6
유동비율(%)	598.0	382.9	366.4	394.1
순부채비율(%)	51.4	0.0	-15.1	-31.1

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.