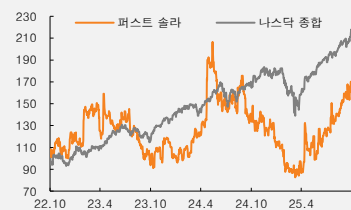


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ USD 291
현재주가(25/10/30)	USD 233.58
상승여력	24.6%

나스닥 종합(p)	23,581.14
EPS 성장률(25F, %)	10.3
P/E(25F, x)	17.5
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	25.05
시가총액(조원)	35.90
상장주식수(백만주)	107.2
60일 평균 거래대금(백만USD)	549.88
52주 최저가(USD)	120.38
52주 최고가(USD)	247.69

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.9	85.6	18.3
상대주가	1.8	37.3	-6.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraesasset.com

퍼스트 솔라

신규 수주보다는 인내심이 필요한 시기

목표주가 291달러로 상향. 매수 의견 유지

퍼스트 솔라의 투자 의견을 매수로 유지하며 목표주가를 228달러에서 291달러로 상향 조정한다. 목표주가 상향 요인은 향후 12개월 실적 전망치 증가에 기인한다. 동사의 수주잔고는 나중에 계약된 신규 수주일수록 ASP가 높게 체결되어 26년과 27년까지도 실적 개선세는 지속될 전망이다. 동사는 실적발표 컨콜에서 **FEOC와 Section 232가 향후 가격 상승 촉매로 작용할 것**이라고 밝혔다. 정책 환경이 명확해질수록 동사에 유리한 가격 환경이 조성될 전망이므로, 수주 잔고를 채우는 것보다는 좋은 가격(Good Pricing)을 우선 순위에 두겠다고 밝혔다. 시간이 지나면 높아질 전망치를 기대하며 목표주가를 상향 조정한다.

3Q25 Review: 예상치에 부합한 실적. 25년 가이던스는 소폭 하향

동사의 3Q25 EPS는 4.24달러로 예상치인 4.24달러를 정확하게 부합했다. 매출액 16.0억 달러(컨센 15.8억 달러)와 모듈 판매량 5.3GW(가이던스 5.0-6.0GW)도 시장 기대치와 크게 다르지 않았다. 모듈 생산량 3.6GW 중 미국 생산량이 2.5GW였으며, AMPC(45X) 보조금은 약 4.3억 달러였을 것으로 추정한다.

25년 가이던스는 유리 공급망 차질 이슈와 고객사 디폴트 이슈로 하향 조정되었다. 지난 가이던스 대비해서는 하방 가이던스에 수렴하며 범위가 축소되었다. 유리 공급망 차질 이슈는 해결된 상황이다. BP 계열사 Lightsource bp의 계약 위반으로 인한 계약 취소로 약 6.6GW의 계약이 영향을 받았다. 동사는 예상 매출액의 20%인 3.9억 달러를 손해배상 청구 진행 중이다.

FEOC 충족 위한 미국 내 마감 공장 신설 예정

동사는 미국 내 모듈 마감 공장(finishing facility) 3.7GW 신설을 발표했다. 이 공장은 해외(말레이시아·베트남)에서 시작된 Series 6 반제품(semi-finished products)을 미국으로 이관해 최종 조립하게 된다. 공장 가동 시점은 4Q26으로 예상되며, 향후 9개월 간 점진적 램프업을 계획 중이다. 이는 미국 정책 환경(관세 강화, FEOC 지침)과 공급망 국내화 전략에 따른 결정으로, 수입관세 및 운송 비용 절감으로 마진 향상이 기대된다. CapEx는 2.6억 달러로 예상되며, 동남아 마무리 라인 3.7GW를 미국으로 이전할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억USD)	33	42	53	70	73
영업이익 (십억USD)	9	14	16	28	32
영업이익률 (%)	27.3	33.3	30.2	40.0	43.8
순이익 (십억USD)	8	13	14	25	28
EPS (USD)	7.78	12.07	13.32	23.18	26.47
ROE (%)	13.3	17.6	16.6	23.7	21.6
P/E (배)	22.1	14.6	17.5	10.1	8.8
P/B (배)	2.8	2.4	2.7	2.1	1.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정

(USDmn, USD)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	794.1	1,010.5	887.7	1,514.0	844.6	1,097.2	1,594.9	1,730.3	4,206.3	5,267.0	6,952.7
	Series6	645.0	676.4	511.5	826.1	422.5	496.2	901.6	862.1	2,658.9	2,682.4	3,133.3
	Series7	121.1	292.1	343.6	683.9	431.3	589.0	705.5	868.1	1,440.7	2,593.9	3,819.4
영업이익	전체	243.1	372.5	322.0	456.9	221.2	361.6	466.1	523.5	1,394.5	1,572.4	2,816.5
	모듈	49.2	118.0	54.7	166.0	-113.5	-29.5	40.4	104.5	387.8	1.9	749.1
	AMPC	194.0	255.0	264.0	284.6	337.9	405.5	425.7	419.1	997.6	1,588.1	2,067.4
EPS	전체	2.20	3.25	2.91	3.66	1.95	3.18	4.24	4.60	12.01	13.97	24.43
	AMPC 제외	0.40	0.88	0.46	1.01	-1.20	-0.59	0.28	0.71	2.74	-0.80	5.25

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 퍼스트솔라 밸류에이션

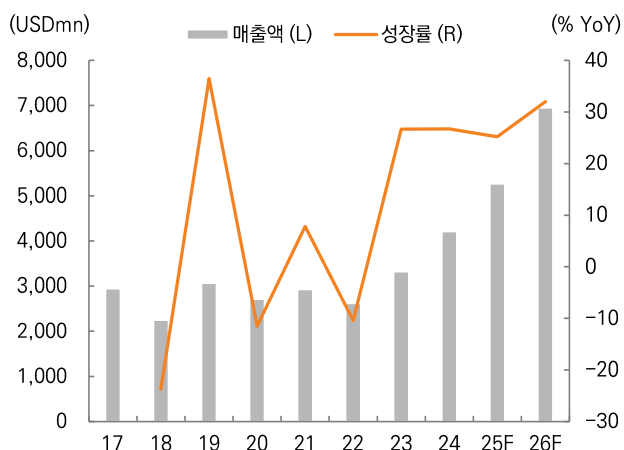
(USDmn, mn shares, USD, %)

	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV
영업 가치	3,470.2	8.5	29,496.9
관계기업			29.4 주요 비상장사 장부가액 30% 할인
EV			29,526.3
순차입금			-1,800.0 25년 가이던스
우선주 시가총액			-
Equity Value			31,326.3
주식수(백만주)			107.6
적정주가			291 목표주가 291달러 산출
현재 가격			234
상승여력			25%

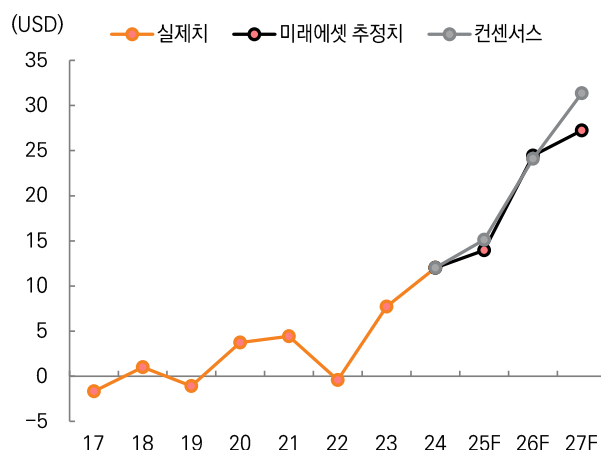
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망

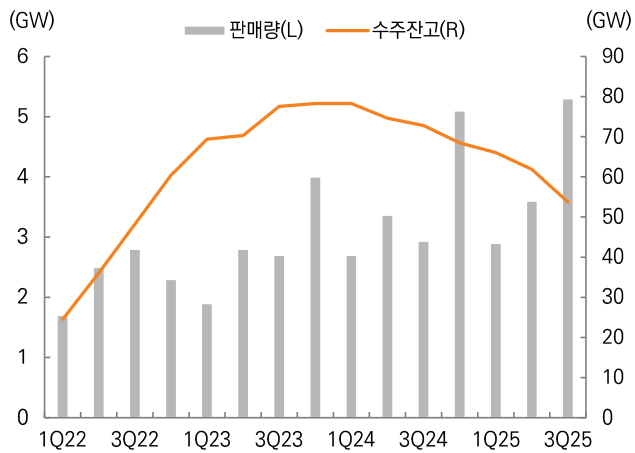


자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터



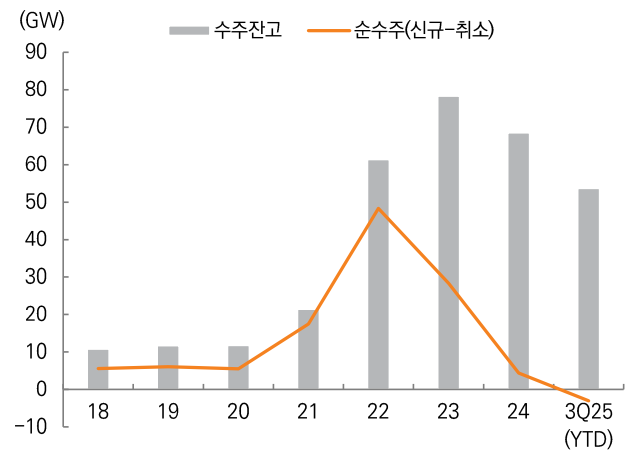
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



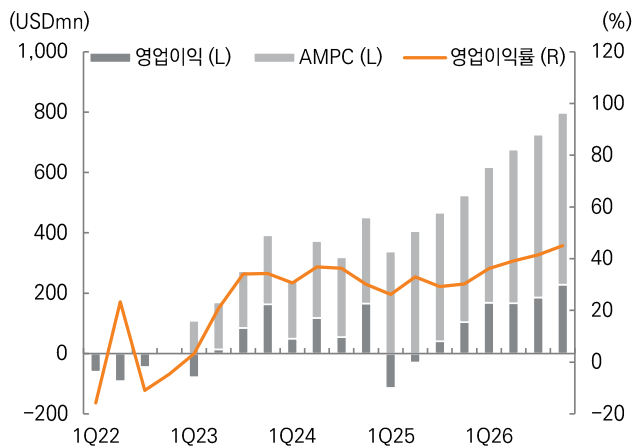
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 수주잔고 및 순수주 추이



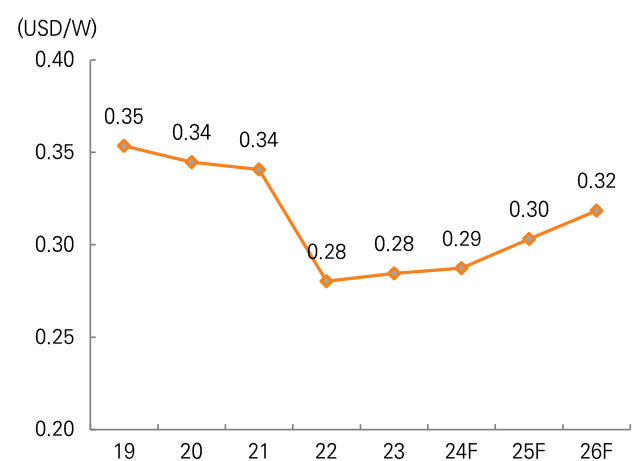
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 퍼스트솔라 영업이익 전망



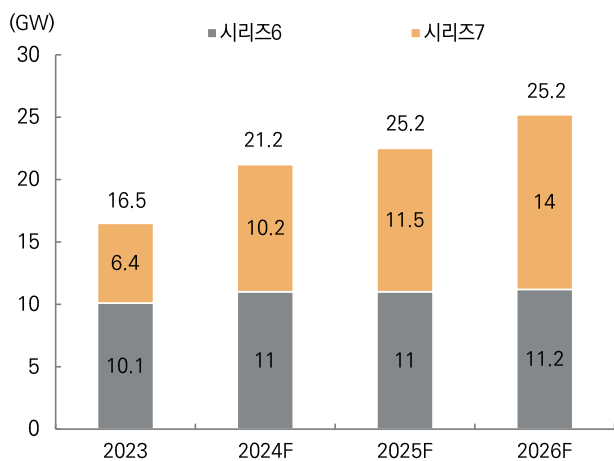
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



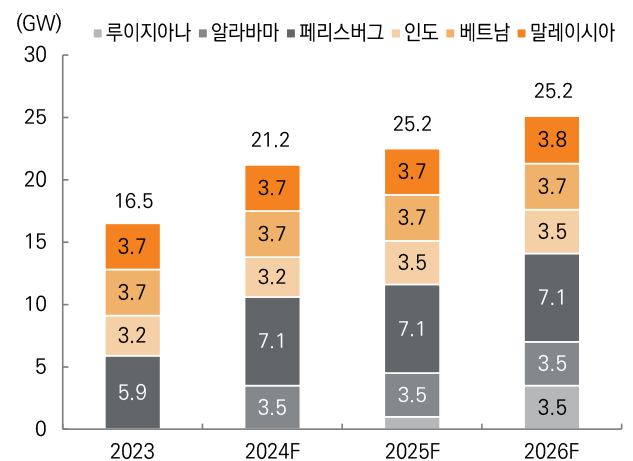
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 퍼스트솔라 제품별 생산능력 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 퍼스트솔라 지역별 생산능력 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

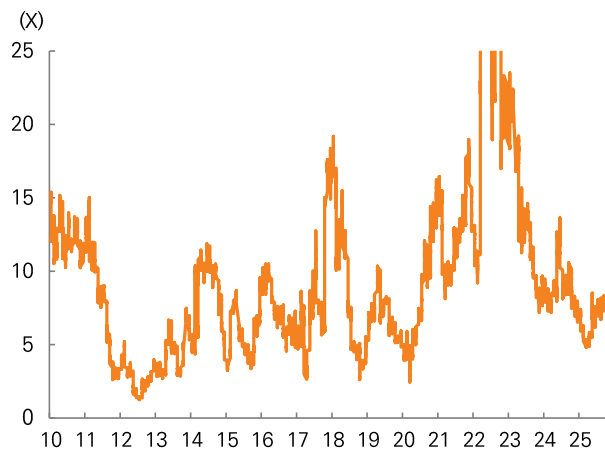
표 3. 퍼스트 솔라 2025 가이드스

(USD)

	이전(25.8.1)	현재(25.10.31)
Net Sales	4.9B~5.7B	4.95B~5.2B
Gross Margin	2.05B~2.35B	2.1B~2.2B
Operating Expense	480M~520M	515M~535M
Operating Income	1.53B~1.87B	1.56B~1.68B
EPS(Diluted)	13.5~16.5	14~15
Net Cash	1.3B~2.0B	1.6B~2.1B
CAPEX	1.0B~1.5B	0.9B~1.2B
Volume sold	16.7GW~19.3GW	16.7GW~17.4GW

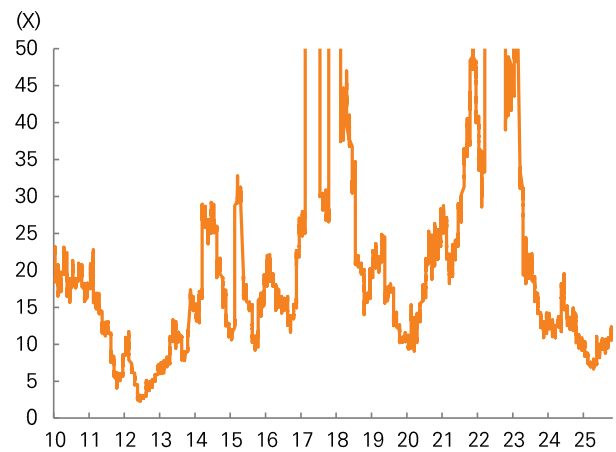
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 퍼스트 솔라 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 퍼스트 솔라 12MF PER 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

실적발표 Q&A 요약(AI 번역)

Q1) BP 6.6 GW 해지 물량 재계약 시 추가 가격 프리미엄은? Section 232 발표 전후 전략은?

- BP 해지 물량(2026~2029년)은 \$0.36~\$0.365/W 수준 목표로 재계약 추진 중.
- 7월 계약 예시(\$0.316/W + CuRe 인센티브 \$0.046/W → 총 \$0.362/W)처럼 기술 로드맵 달성 시 조정자(adder) 적극 활용.
- Section 232 결과 및 FEOC 지침이 가격 상승 촉매로 작용할 것으로 예상되며, 인내심 있는 수주 전략(good pricing 확보 우선)으로 점진적 계약 체결 예정.
- 현재 시장 탐색 중이며, 관세·정책 불확실성 해소 후 모멘텀 강화 기대.

Q2) 기존 고정가 계약에 Section 232 관세 반영 가능한가? 재협상 여지는?

- 기존 계약은 관세 조정 불가.
- 계약 체결 시점의 양측 의무(fixed pricing, delivery certainty) 엄격히 준수.
- Section 232 등 새로운 관세 환경은 계약 개정 조항(opener) 없음.
- 다만 국제 생산 용량(말레이시아·베트남) 활용해 관세 결과 후 신규 공급 가능.
- 계약 강제 집행 원칙 강조 → BP 해지 소송(\$3.24억 청구) 사례처럼 양측 책임 동일 적용.

Q3) BP 해지 물량의 국제 vs 미국 비중은?

- 초기(2025~2026년)는 국제 제품 중심, 후기(2027~2029년)는 국내 제품 중심
- 전체적으로 국제 비중이 50% 이상. 국제 재고 활용 및 신규 마무리 라인(3.7 GW, 2026 말 가동)으로 국내 콘텐츠 강화 전략 병행.

Q4) 신규 3.7 GW 마무리 라인 CapEx 및 비용 구조는? 추가 라인 확장 가능성은?

- 총 직접 비용 \$3.3억.
 - 1) CapEx \$2.6억. 2025년 \$2,600만, 나머지 2026년
 - 2) 비자본화 비용 \$7,000만. 2025년 \$200만(장비 해체·운송·관세·재설치)
 - 3) 간접 비용 \$1,000만(2025년, 인력 감원·자산 손상)
- 추가 라인 검토 중. 1.85 GW 단위(1개 라인) 또는 2개 라인 가능.
- Perrysburg 3+ GW와 균형 유지하며 국내 콘텐츠(DCA) 최적화.
- Section 232·FEOC 결과 후 결정 → Series 7 마무리도 검토 가능.

Q5) BP 계약은 take-or-pay 구조였나? 나머지 백로그 계약의 견고성은?

- BP 계약은 편의 해지(termination for convenience) 불가 → 의무 이행 계약.
- 예치금 + LC + 모기업 보증으로 담보.
- 해지금 \$3.85억 중 \$6,100만 인식, 나머지 \$3.24억 소송 청구.
- 나머지 백로그(54.5 GW)는 견고함.
- 과거 \$2억 이상 해지금 성공적 회수 사례 다수.
- 유럽 오일·가스사 리스크는 여전하나, 미국 개발사 PPA 강제 + 정책 호조로 장기 수요 안정.
- 프로젝트별 해지 가능성은 존재하나, 대규모 구조적 해지 위험은 낮음.

Q6) 앨라배마·루이지애나 공장 램프업 상황 및 제품 품질은?

- 루이지애나: 예정보다 빠른 램프업, Q4 자격 인증 완료 후 출하 시작.
- 앨라배마: 정상 가동 중, 유리 공급망 차질(0.2 GW 영향) 해결 완료.
- 제품 품질: Series 7 초기 이슈 후 제조 공정 개선 완료.
- 가속 수명 테스트 + 현장 데이터 기반으로 고객 기대 충족.
- 브랜드 신뢰도 유지 위해 품질 관리 강도 지속.

Q7) BP 해지 소송 성공 가능성 및 선례는?

- 강력한 계약 구조 + 외부 법률 자문 기반으로 승소 가능성 높음.
- 뉴욕주 법원 관할, 유사 사례에서 원고(First Solar) 우위 판결 다수.
- 과거 \$2억~\$2.5억 해지금 중 70% 이상 회수 성공.
- 상대방도 계약 의무 인지 → 지불 의사 명확.

Q8) 말레이시아·베트남 공장 흡수율 및 직접 수출 시장 가능성은?

- 프론트엔드 흡수율 양호 → 자본 집약 공정 중심.
- 마무리 라인(3.7 GW) 이전으로 백엔드 감가상각 미국 흡수.
- 국제 Series 6 백로그 약 6 GW → 흡수 기반 확보.
- 직접 수출 시장: 대형 고객과 양자 계약(bilateral offtake) 협의 중.
- Section 232·FEOC 결과 대기 → 관세 환경 명확화 후 결정.

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	42	53	70	73
매출원가	23	30	33	32
매출총이익	19	23	37	41
판매비와관리비	5	7	9	9
영업이익	14	16	28	32
비영업손익	0	-1	0	0
금융손익	1	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-1	-2	-1	-2
법인세차감전순이익	14	15	28	32
법인세	1	1	3	4
당기순이익	13	14	25	28
지배주주	13	14	25	28
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	27.3	26.2	32.1	4.3
매출총이익증가율	46.2	21.1	60.9	10.8
영업이익증가율	55.6	14.3	75.0	14.3
순이익증가율	62.5	7.7	78.6	12.0
EPS증가율	55.2	10.3	74.0	14.2
매출총이익률	45.2	43.4	52.9	56.2
영업이익률	33.3	30.2	40.0	43.8
당기순이익률	31.0	26.4	35.7	38.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	12	20	29	33
당기순이익	13	14	25	28
감가상각비	4	7	9	10
기타	-5	-1	-5	-5
투자활동 현금흐름	-16	-11	-10	-10
- 자본적 지출(CAPEX)	-15	-11	-11	-12
기타	-1	0	1	2
재무활동 현금흐름	0	3	0	0
배당금	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	1	4	0	0
기타	-1	-1	0	0
현금의 증감	-3	7	10	13
기초현금	20	16	22	32
기말현금	16	22	32	45

예상 재무상태표 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	51	62	80	102
현금성자산	16	22	32	45
매출채권	18	21	25	30
재고자산	11	12	15	18
기타유동자산	6	7	8	9
비유동자산	70	81	92	104
투자자산	2	2	2	2
유형자산	56	65	76	88
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	13	13	13
자산총계	121	143	172	206
유동부채	21	27	28	29
매입채무	5	6	6	6
단기차입금	0	4	4	4
기타유동부채	16	17	18	19
비유동부채	21	23	26	31
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	17	19	22	27
부채총계	41	50	54	60
지배주주지분(연결)	80	93	117	146
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	53	67	92	120
기타	-2	-3	-4	-3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	80	93	117	146

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	14.6	17.5	10.1	8.8
P/S (배)	4.5	4.8	3.6	3.4
P/B (배)	2.4	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA (배)	9.8	9.9	5.8	4.9
EPS (USD)	12.07	13.32	23.18	26.47
BPS (USD)	74.51	86.37	109.55	136.02
DPS (USD)	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	2.6	2.7	3.0	2.7
재고자산회전율 (회)	4.4	4.5	5.1	4.4
매입채무 회전율 (회)	6.8	5.9	5.9	5.5
ROA (%)	11.5	10.8	15.8	15.0
ROE (%)	17.6	16.6	23.7	21.6
ROIC (%)	17.3	16.6	24.3	23.3
부채비율 (배)	52.0	54.2	46.3	41.1
유동비율 (배)	245.0	226.5	285.6	350.5
순차입금/자기자본 (배)	-14.1	-15.1	-20.5	-25.2

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

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.