

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 272
현재주가(26/2/25)	USD 210.12
상승여력	29.4%

나스닥 종합(p)	23,152.08
EPS 성장률(25F, %)	16.1
P/E(25F, x)	18.6
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	22.55
시가총액(조원)	32.60
상장주식수(백만주)	107.3
60일 평균 거래대금(백만USD)	573.36
52주 최저가(USD)	120.38
52주 최고가(USD)	284.59

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.2	5.4	42.5
상대주가	-11.9	-2.4	17.1



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraesasset.com

퍼스트 솔라

관세 영향에서 벗어나기 위한 과도기

목표주가 272달러로 하향. 매수 의견 유지

퍼스트솔라의 목표주가를 291달러에서 272달러로 하향 조정하며, 투자 의견 매수를 유지한다. 목표주가 변경은 관세로 인해 베트남/말레이시아 공장의 가동률을 낮추며 실적 전망치를 하향 조정했기 때문이다. 당사는 26년 수주잔고가 이미 대부분 채워진 상황이기, 미국 태양광 모듈 가격 상승으로 인한 손해가 제한적이다. 하지만 마무리 공장 증설과 관세 효과에도 불구하고, 25년 대비 생산비용이 비슷할 것이라고 가이던스를 제공한 부분은 고무적이라고 판단한다. 또한 마무리 공장 증설이 완료되어 DCA(국내 콘텐츠 보너스) 모듈 비중이 높아지고, 신규 수주 모듈 가격 상승이 확인되고 있기에 중장기적 관점에서 매수 의견을 유지한다.

4Q25 Review: 신규 루이지애나 공장 램프업 비용으로 컨센서스 하회

동사의 4Q25 매출액은 16.8억 달러(+6% QoQ)로 컨센서스 15.7억 달러를 7% 상회했으나, EPS는 4.84달러(+14% QoQ)로 컨센서스 5.14달러를 약 6% 하회했다. 모듈 판매량 역시 5.8GW로 전분기 5.3GW 대비 증가했다. 모듈 판매량과 매출액이 예상보다 크게 증가했으나 수익성이 그만큼 개선되지 못한 이유는 하반기 가동 시작한 신규 루이지애나 공장의 램프업 및 자가동으로 인해 증가한 비용 2,900만 달러 때문이다. 수주잔고는 50.1GW로 전분기 53.7GW 대비 감소했다.

26년 전망: 매출액 가이던스 시장 기대치 하회

동사는 26년 가이던스로 판매량 17.0~18.2GW(25년 17.5GW), 매출액 49~52억 달러(25년 52억 달러) ASP 30.8c/w(25년 29.5c/w 추정)를 제시했다. 매출액 컨센서스인 61.6억 달러를 -16% 하회했으며, 전년과 유사한 수준의 가이던스다. 매출액 가이던스가 예상보다 낮은 이유는 판매량 부진에 기인한다. 사우스캐롤라이나의 마무리 공장이 26년 말에 완공되기 전까지는, 중간재를 생산하는 베트남/말레이시아 공장(7GW) 가동률은 낮게 유지될 예정이다.

동사는 Oxford PV와 페로브스카이트 기술에 대한 비독점 특허 라이선스 계약을 맺었다. 해당 라이선스는 미국 시장에 한정해 박막 형태의 페로브스카이트 제품(폴리실리콘이 포함되지 않은 제품)에 적용된다. 당사는 26년 CAPEX에 페로브스카이트 R&D 및 파일럿 라인 준비 항목으로 1억 달러를 투입할 계획이다. 중장기적으로 박막형 리더십을 강화하고 신규 시장 확대를 가능케 하는 전략적 투자로 판단한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (USD 100mn)	33	42	52	52	64
영업이익 (USD 100mn)	9	14	16	26	35
영업이익률 (%)	27.3	33.3	30.8	50.0	54.7
순이익 (USD 100mn)	8	13	15	25	35
EPS	7.78	12.07	14.02	23.55	32.48
ROE (%)	13.3	17.6	17.4	23.8	25.6
P/E (배)	22.1	14.6	18.6	8.9	6.5
P/B (배)	2.8	2.4	3.0	1.9	1.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정

(USDmn, USD)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	전체	844.6	1,097.2	1,594.9	1,682.8	1,246.2	1,268.6	1,291.5	1,377.3	4,206.3	5,219.5	5,183.6
	Series6	422.5	479.7	719.3	696.0	344.1	350.3	356.6	425.5	2,658.9	2,317.5	1,476.4
	Series7	431.3	570.0	841.7	1,012.8	902.1	918.4	934.9	951.7	1,440.7	2,855.8	3,707.1
영업이익	전체	221.2	361.6	466.1	547.9	577.3	598.5	652.8	723.7	1,394.5	1,596.8	2,552.3
	모듈	-113.5	-66.8	40.4	87.3	67.9	89.1	113.5	150.0	387.8	-52.7	420.5
	AMPC	337.9	405.5	425.7	458.8	509.4	509.4	539.3	573.8	997.6	1,627.8	2,131.8
EPS	전체	1.95	3.18	4.24	4.84	5.21	5.30	5.83	6.30	12.01	14.21	22.65
	AMPC 제외	-1.20	-0.59	0.28	0.58	0.47	0.58	0.83	0.98	2.74	-0.93	2.85

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 퍼스트솔라 밸류에이션

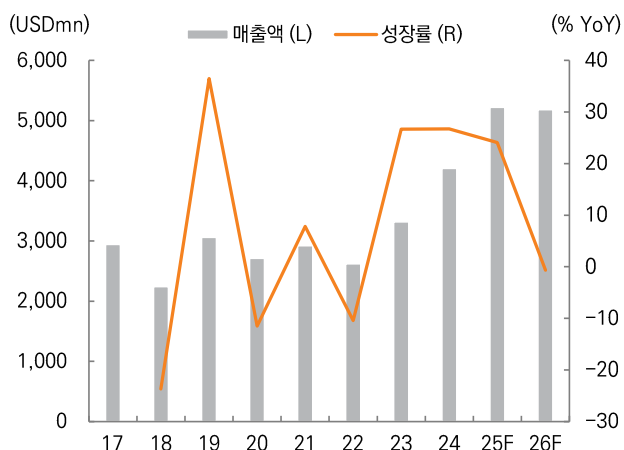
(USDmn, mn shares, USD, %)

	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
영업 가치	3,206.0	8.5	27,251.1	트럼프 당선 이전인 10월 평균 EV/EBITDA
관계기업			29.4	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
EV			27,280.5	
순차입금			-2,000.0	26년 가이드런스
우선주 시가총액			-	
Equity Value			29,280.5	
주식수(백만주)			107.6	
적정주가			272	목표주가 272달러 산출
현재 가격			210	
상승여력			30%	

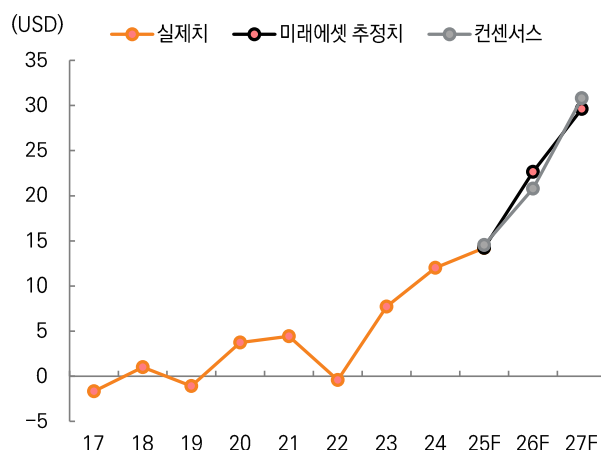
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망

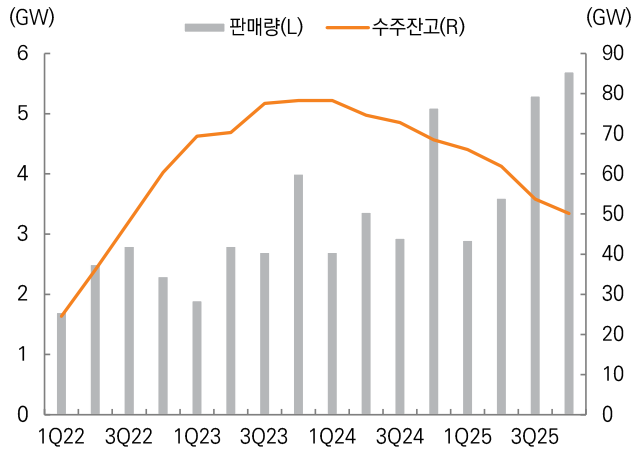


자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터



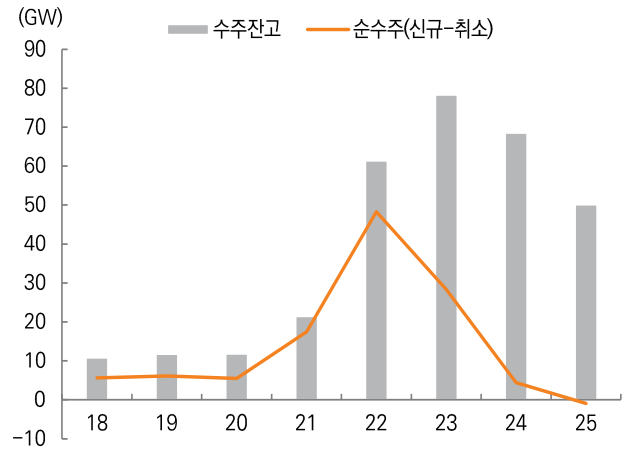
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



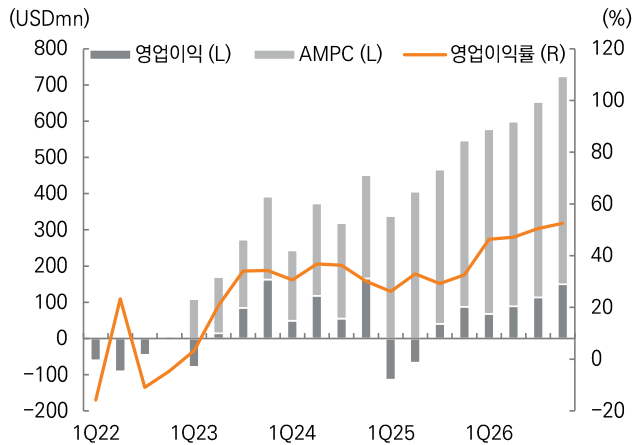
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 수주잔고 및 순수주 추이



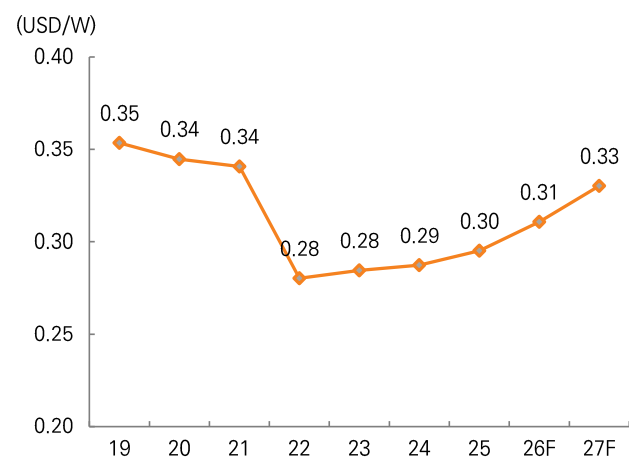
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 퍼스트솔라 영업이익 전망



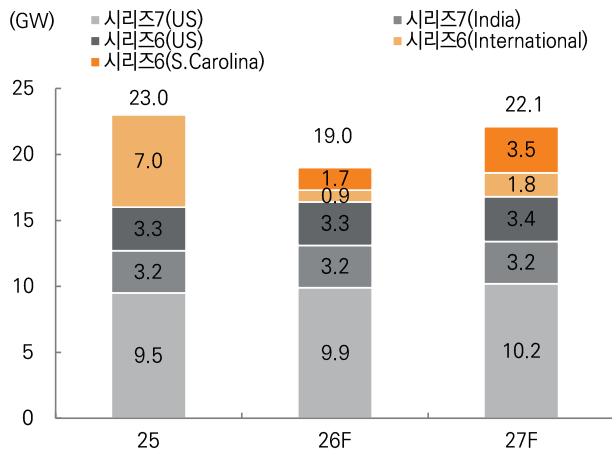
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



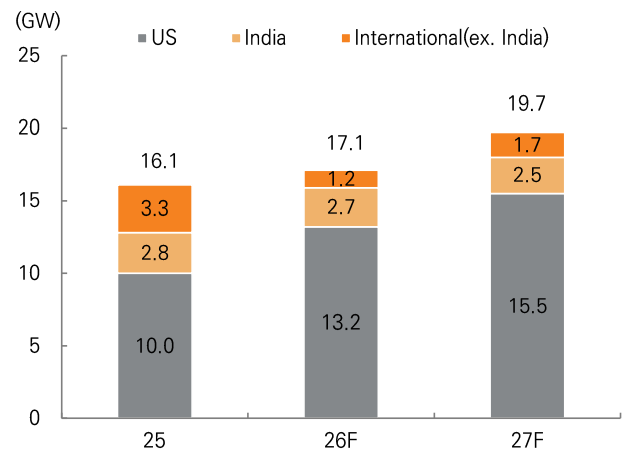
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 퍼스트솔라 제품별 생산능력(Capacity) 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 퍼스트솔라 생산량 전망



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스 콜 Q&A 요약

Q1) 최근 미국 수주 ASP \$0.364/W 중 adder 비중은? 2026년 미국 ASP 전망과 가시성은? 컴포넌트 마진은 언제 20% 수준으로 회복되나?

CuRe 관련 adder는 약 \$0.025~0.03/W 수준이며, 전체 \$0.364/W 중 CuRe 속성 반영분은 약 3% 기여. 현재 가격 수준에 만족하나 Section 232, FEOC, Solar 4 판정 등 추가 촉매가 남아 있어 더 상승 가능성 존재. 2026년 미국 ASP \$0.308/W는 백로그 중심 + 약간의 freight·commodity·기술 adder 반영치. 45X 제외 컴포넌트 마진은 2025년 약 7% 수준. 관세 \$165M + 저가동 \$135M + 창고비 \$200M → 2027년 창고비 반토막 + adjuster \$300M/년 + 추가 볼륨 기여로 20% 수준 (\$1B 마진) 복귀 경로 존재. 미국 생산 확대와 45X 혜택은 불가분의 관계.

Q2) 2026년 판매량과 생산량 차이는? 동남아 시설 가동률과 전략은?

2026년 생산 16.5~17.5 GW vs 판매 17~18.2 GW → 약 0.7 GW 재고 감축 예정. 인도 공장은 약 3 GW 이상 풀 가동 → 대부분 인도 내수 판매 (강한 수요 확인). 말레이시아·베트남 Series 6는 20% 수준 극저가동 유지 → 정책 촉매(Section 232 등) 대기 옵션 가치로 판단. 사우스캐롤라이나 마무리 라인 가동 시 동남아 프론트엔드 일부 이전 → 저가동 완화. 나머지 동남아 용량은 당분간 의도적 저가동 지속.

Q3) 미국 내 대규모 신규 태양광 제조 증설 발표 영향은?

해당 발표는 주로 자체 소비·하이퍼스케일러 프로젝트 중심으로 보이며 유틸리티 스케일 시장 직접 영향은 아직 미미. 수직 통합(폴리부터 셀·웨이퍼) 자본·기술·IP·전력 확보 난이도가 매우 높아 실현까지 상당 시간 소요 예상. 현재 고객 대화에서 거의 영향 없음. 하이퍼스케일러 최대 제약은 현재도 전력 확보이며, 대규모 신규 공장도 동일 문제 직면할 것.

Q4) 2026년 EPS 가이드선 미제공 이유? 미국 ASP \$0.308/W가 낮아 보이는데? Oxford PV 라이선스 후 페로브스카이트 효율·상업화 시점은?

EPS 대신 조정 EBITDA 가이드선으로 전환 → 동남아 저가동·장비 이전·스타트업 비용·Pillar II 세금 노이즈 등 비영업성 요인 제외한 운영 성과 투명성 제고 목적. 2026 미국 ASP \$0.308/W는 백로그 중심 + 제한적 CuRe upside + freight·commodity 회복분 반영. CuRe adder 대부분 2027~2028 인식. 페로브스카이트는 소형 모듈 기준 best-in-class 수준 효율·안정성 달성 중. 상업화 전제 조건은 20%+ 효율 + 경쟁력 있는 LTR·bifaciality·TEMPO + 30년 내구성 + HVM 비용 경쟁력. 현재 개발 라인 운영 중이며 2027년 초 풀사이즈 파일럿 라인 가동 예정 → 이후 상업화 판단.

Q5) 인도 시장 가격·마진 장기 지속 가능성은? 미국 재수출 가능성? 백로그 취소 리스크는?

인도 ASP는 낮으나 제조 원가도 매우 낮아 10% 후반 ~ 20% 초반 마진 실현 중. 인도 ALMM 정책이 셀 → 웨이퍼로 상류 확장 중 → 수직 통합 완성 매우 어려움 → First Solar 구조적 우위 지속 예상. CuRe 도입 시 에너지 기여 추가 강화. 미국 재수출은 관세 구조·트래커 vs 고정 셀 전환 비용 고려 시 제한적이나 필요 시 경쟁 압박용으로 활용 가능. 취소 리스크는 주로 국제 물량에 집중됐으나 현재 백로그 내 국제 비중 매우 낮음. 취소 시 미국 내 재판매 용이 + 종료 페널티 적극 집행.

Q6) Time-to-power 압박이 수주 활동에 미치는 영향?

50 GW 대규모 백로그 덕분에 시간 압박 속에서도 선별적·인내심 있는 계약 전략 유지 가능. 고객들은 2028년(또는 2030년) Section 48 safe harbor 데드라인 때문에 점차 급해질 것으로 예상. 인터커넥션 지연·자금 조달·EPC 정렬 등 복합 이슈 속에서도 모듈 확보는 최우선 순위. Time-to-power 요구가 가격 논의에도 긍정적 영향 미치는 중.

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	42	52	52	64
매출원가	23	31	21	23
매출총이익	19	21	31	41
판매비와관리비	5	5	6	7
영업이익	14	16	26	35
비영업손익	0	0	1	2
금융손익	1	0	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-1	0	0	0
법인세차감전순이익	14	16	27	37
법인세	1	1	1	2
당기순이익	13	15	25	35
지배주주	13	15	25	35
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	27.3	23.8	0.0	23.1
매출총이익증가율	46.2	10.5	47.6	32.3
영업이익증가율	55.6	14.3	62.5	34.6
순이익증가율	62.5	15.4	66.7	40.0
EPS증가율	55.2	16.1	68.0	37.9
매출총이익률	45.2	40.4	59.6	64.1
영업이익률	33.3	30.8	50.0	54.7
당기순이익률	31.0	28.8	48.1	54.7

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	12	17	25	41
당기순이익	13	15	25	35
감가상각비	4	6	9	9
기타	-5	-4	-9	-3
투자활동 현금흐름	-16	-10	-7	-6
- 자본적 지출(CAPEX)	-15	-10	-9	-8
기타	-1	0	2	2
재무활동 현금흐름	0	1	0	0
배당금	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	1	1	0	0
기타	-1	0	0	0
현금의 증감	-3	5	9	25
기초현금	20	16	21	30
기말현금	16	21	30	55

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	51	63	79	114
현금성자산	16	21	30	55
매출채권	18	22	26	31
재고자산	11	13	16	19
기타유동자산	6	7	7	9
비유동자산	70	79	87	96
투자자산	2	2	2	2
유형자산	56	62	71	79
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	14	13	14
자산총계	121	141	166	210
유동부채	21	25	21	25
매입채무	5	5	4	5
단기차입금	0	2	2	2
기타유동부채	16	18	15	18
비유동부채	21	23	26	31
장기금융부채	4	3	3	3
기타비유동부채	17	20	23	28
부채총계	41	48	48	56
지배주주지분(연결)	80	94	119	154
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	53	68	93	128
기타	-2	-3	-3	-3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	80	94	119	154

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	14.6	18.6	8.9	6.5
P/S (배)	4.5	5.4	4.3	3.5
P/B (배)	2.4	3.0	1.9	1.5
EV/EBITDA (배)	9.8	10.2	6.3	4.4
EPS	12.07	14.02	23.55	32.48
BPS	74.51	87.20	110.75	143.23
DPS	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	2.6	2.2	2.2
재고자산회전율 (회)	4.4	4.4	3.6	3.7
매입채무 회전율 (회)	6.8	6.1	4.3	4.7
ROA (%)	11.5	11.5	16.4	18.5
ROE (%)	17.6	17.4	23.8	25.6
ROIC (%)	17.3	17.3	23.2	26.9
부채비율 (배)	52.0	51.0	40.1	36.4
유동비율 (배)	245.0	249.1	369.7	451.8
순차입금/자기자본 (배)	-14.1	-15.9	-19.8	-31.8

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.