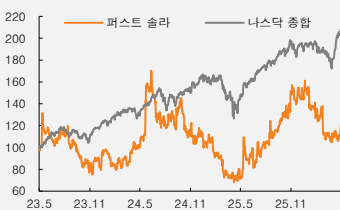


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 265
현재주가(26/5/1)	USD 211.71
상승여력	25.2%

나스닥 종합(p)	25,114.44
EPS 성장률(26F,%)	17.0
P/E(26F,x)	12.7
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	22.75
시가총액(조원)	33.58
상장주식수(백만주)	107.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	472.20
52주 최저가(USD)	126.57
52주 최고가(USD)	284.59

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.2	-20.7	67.3
상대주가	-7.7	-25.1	18.0



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraesasset.com

퍼스트 솔라

수익성 반등 전망

목표주가 265달러로 하향. 매수 의견 유지

퍼스트솔라의 목표주가를 272달러에서 265달러로 하향 조정하며, 투자 의견 매수를 유지한다. 26년 EPS 전망치를 22.65달러에서 16.48달러로 낮추며 실적 전망치를 27% 낮췄으나, 목표 EV/EBITDA를 8.5배에서 10.0배로 상향하며 목표주가 하향 폭을 일부 완화했다. 최근 동남아시아 공장의 가동률 축소와 인도 물량 비중 확대로 인해서 전체적인 평가 전망치와 수익성이 낮아졌다. 하지만 향후 1) 신제품 CuRe 출시, 2) 6월 내 Section 232 발표, 3) 4분기 South Carolina 마감 공장 완공 등을 통한 ASP 인상을 기대하고 있어, 현 시점부터는 수익성이 개선될 전망이다. 따라서 밸류에이션에 20%의 프리미엄을 부여해 매수 의견을 유지한다.

1Q26 Review: 시장 기대치에 부합

동사의 1Q26 매출액은 10.4억 달러로 컨센서스에 부합했고, EPS는 3.22달러로 컨센서스 3.03달러를 약 6% 상회했다. 실적 자체는 시장의 기대치와 크게 벗어나지 않았다. 다만 특이점은 1) 전년동기대비 판매량이 약 31% 증가하며, EPS 역시 약 65% 증가했다는 점, 2) 절대판가가 낮은 인도 비중이 높아지며 ASP도 함께 낮아졌다는 점이다. 그럼에도 인도의 생산단가가 그만큼 낮기 때문에 총마진(Gross Margin)은 47%로 양호하게 유지되었다.

26년 방향성을 결정지을 Section 232와 301

동사는 26년 연간 가이드언스를 그대로 유지했으나, 향후 규제 및 관세로 인한 가이드언스 변화가 필요하기 때문에 불확실성이 존재하는 상황이다.

동사에 가장 중요한 규제는 Section 232다. 동사는 컨퍼런스 콜에서 중국 폴리실리콘 및 다운스트림 제품에 최소 수입가격이 정해질 것으로 예상하고 있다고 밝혔다. 이에 따라 1) 동남아시아 공장 물량 2GW 수준에 대해서 완제품 또는 반제품 수입 여부를 결정하게 되며, 2) 결과 발표를 기다리는 고객들(수GW 수준)의 협상 가격이 결정된다. 두번째는 **Section 301 관세**다. 현재 트럼프 정부의 상호관세가 위헌판결을 받으며, Section 122 관세(10%)가 대신 적용되고 있다. Section 122가 7월 만료되며 새로이 적용될 Section 301 규모도 중요하다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD 100mn)	42	52	50	57	63
영업이익 (USD 100mn)	14	16	17	29	34
영업이익률 (%)	33.3	30.8	34.0	50.9	54.0
순이익 (USD 100mn)	13	15	18	30	34
EPS	12.07	14.25	16.67	28.27	31.62
ROE (%)	17.6	17.4	17.3	23.9	21.3
P/E (배)	14.6	18.3	12.7	7.5	6.7
P/B (배)	2.4	2.9	2.0	1.6	1.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정

(USDmn, USD)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	전체	844.6	1,097.2	1,594.9	1,682.8	1,044.2	1,075.8	1,289.6	1,550.9	4,206.3	5,219.5	4,960.5
	Series6	422.5	479.7	719.3	696.0	261.0	295.2	390.7	520.1	2,658.9	2,317.5	1,467.0
	Series7	365.3	504.8	782.7	953.5	783.5	780.5	898.9	1,030.8	1,440.7	2,606.2	3,493.7
영업이익	전체	221.2	361.6	466.1	547.9	345.3	372.6	464.4	555.9	1,394.5	1,596.8	1,738.2
	모듈	-179.4	-132.0	-71.0	28.9	-109.2	-76.9	-45.0	-17.8	387.8	-353.5	-248.9
	AMPC	300.0	315.4	425.7	458.8	418.0	449.4	509.4	573.8	997.6	1,499.9	1,950.6
EPS	전체	1.95	3.18	4.24	4.84	3.22	3.57	4.43	5.26	0.00	14.21	16.48
	AMPC 제외	-0.84	0.25	0.28	0.58	-0.66	-0.60	-0.30	-0.06	2.74	0.26	-1.62

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 퍼스트솔라 밸류에이션

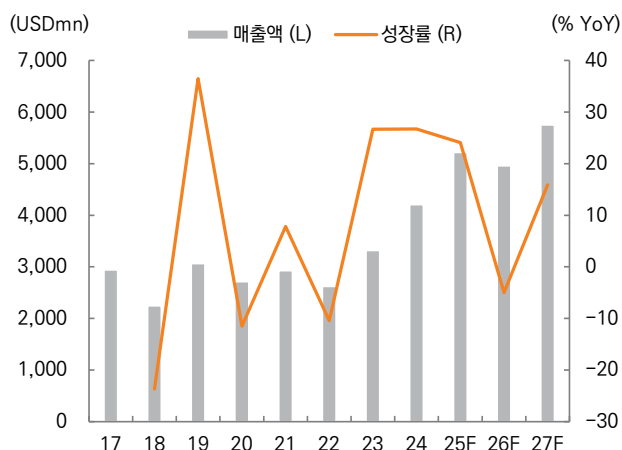
(USDmn, mn shares, USD, %)

	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV
영업 가치	2,651.8	10.0	26,517.9
관계기업			트럼프 당선 이전인 10월 평균 EV/EBITDA * 20% 프리미엄 29.4 주요 비상장사 장부가액 30% 할인
EV			26,547.3
순차입금			-2,000.0
우선주 시가총액			-
Equity Value			28,547.3
주식수(백만주)			107.8
적정주가			265
현재 가격			212
상승여력			25%

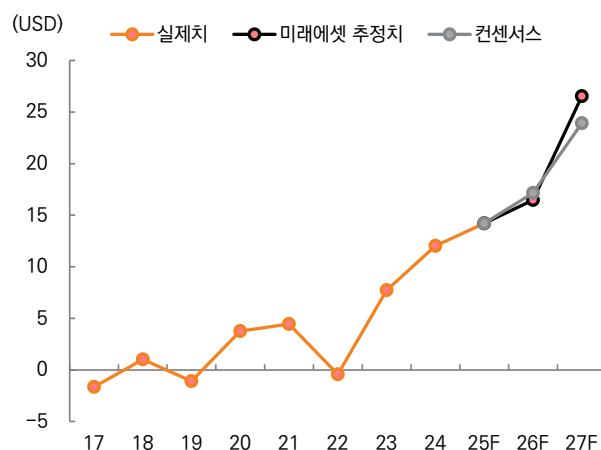
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망

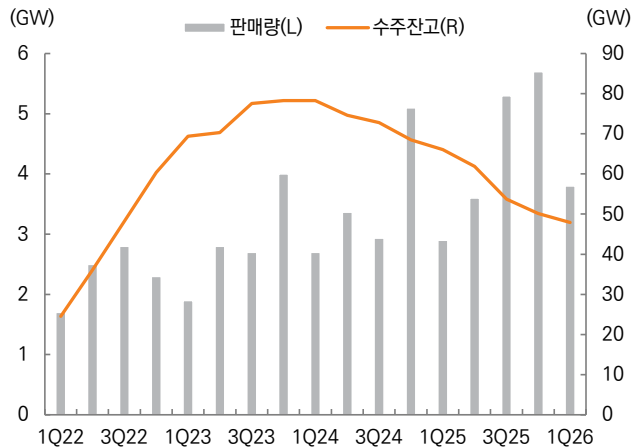


자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터



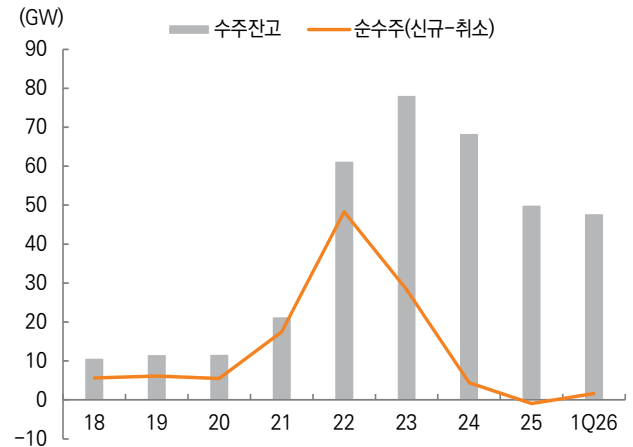
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



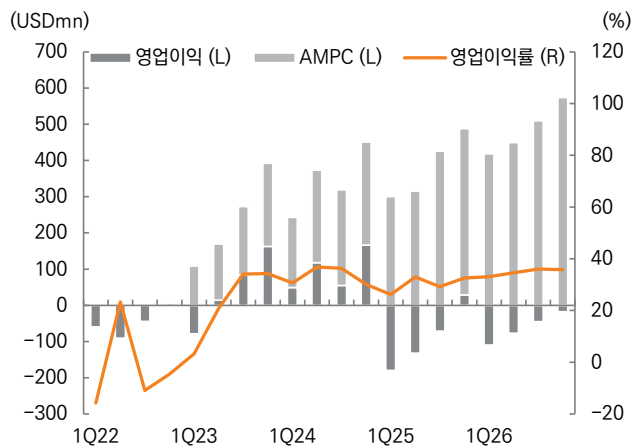
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 수주잔고 및 순수주 추이



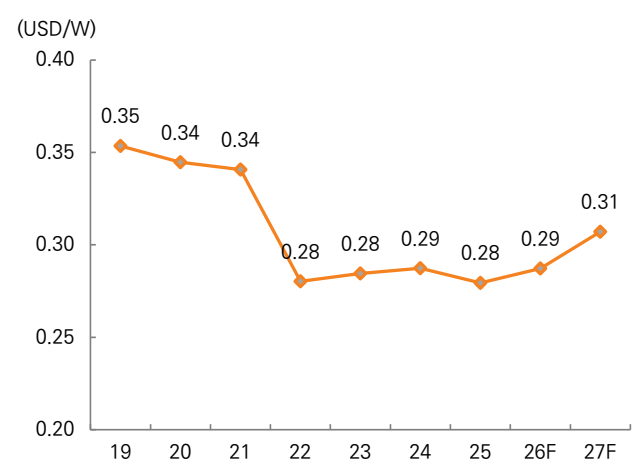
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 퍼스트솔라 영업이익 전망



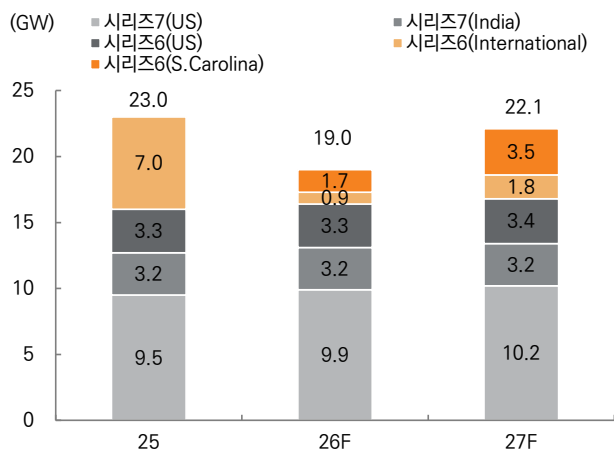
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



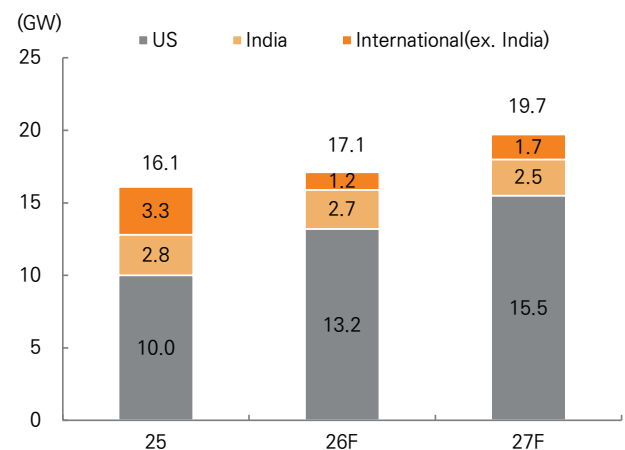
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 퍼스트솔라 제품별 생산능력(Capacity) 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 퍼스트솔라 생산량 전망



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스 콜 Q&A 요약

Q) 최근 수주한 모듈 ASP?

지난 4분기 컨콜 이후, 1.4GW 수주에 대한 ASP는 35c/w. 추가로 약 700MW의 옵션 달을 수주. 고객이 개발자산을 인수하면 향후 몇 분기 내에 옵션을 행사할 예정. 많은 M&A 활동과 전략적 파트너십이 존재

Q) 향후 모듈 총마진의 방향성과 인도 비중?

연간 7% 총마진 가이드라인 유지. 상반기보다 하반기가 더 강할 것을 시사. 인도는 환율을 고려하지 않을 때, 미국과 비슷한 수준의 총마진(%) 기록 중. 증분 물량이 총 마진에 유리하고, 고정비 절감 효과도 존재.

Section 122 관세가 7월까지(발표 후 150일) 적용된다고 가정하며, 그이후 결정될 Section 301 관세는 반영하지 않았음. 만약 Section 301이 적용되지 않는다면 약간의 업사이드있지만, 추가 관세 발생한다면 가이드라인에 반영하도록 하겠음. 총마진 관점에서, 1분기보다 2분기 말레이시아/베트남 가동률이 낮을 것으로 예상되기에 고정비 효과로 마진은 낮아질 수 있음

Q) CuRe의 기술력 향상을 통한 가능한 모듈 가격 인상 금액(Adder)은?

이제부터 CuRe은 모두 완전한 성능을 반영한 가격 책정이 될 계획. 신규 수주 1.4GW 중 절반은 2029년 납품 물량(CuRe). 이 중 일부는 Adder가 전혀 없는데, 이는 기술 전체를 기본 가격으로 책정했기 때문. Adder가 있는 제품은 3c/w 수준

Q) 동남아시아 Capacity는?

말레이시아/베트남 생산은 선택적. 향후 Section 232 관세 결정에 따라 가동률 결정할 것

Q) 철강과 알루미늄에 대한 Section 232 영향은?

알루미늄 프레임은 수입 중이기에, Section 232 적용. 결론적으로 반제품을 수입하더라도 관세에는 변화가 없음

Q) 수주 잔고 중 5GW가 미국 외 생산 모듈. 실제 생산 시점은?

해당 5GW는 2026~2028년에 걸친 다년간의 수주. 26년 생산량은 그 중 약 25%

Q) 인도는 폴가동을 가정하고 있는데, 27년부터 ALMM(인증 모듈 리스트) 등록을 위한 최소 모듈 효율 기준을 높이는 제안이 있었다는데?

인도 내 여러 변화가 진행 중인데, 28년까지 그리드에 연결하는 프로젝트는 웨이퍼를 인도 내에서 생산해 인증 필요. 이는 퍼스트솔라에 수혜. 27년 초, 인도에서 CuRe 출시 예정. 인도 정부 관계자들과 소통하며, 중요한 것은 명목 효율이 아니라 에너지 효율이라는 점을 교육 중

Q) Section 232 관세 결과나 Offtake 계약에 따른 동남아 공장 의사결정은?

현재 낮은 가격에도 수요는 충분하나, 미국에 동남아 모듈을 들여오고 나서 감당해야하는 관세 리스크가 큰 상황. 따라서 Section 232 결과에 따라 구매자들이 높은 가격을 지불할 의지가 생길 때 적정 가격을 책정해 리스크를 줄일 것.

의사결정 시나리오는 3가지이며, 1) 완제품 수입, 2) 마감 공장 설립해 반제품 수입, 3) 동남아 공장 섣다운. 현재 이 의사결정이 필요한 캐파는 2GW 미만. 왜냐하면 총 7GW 중 3.5GW는 South Carolina의 마감 공장을 위한 반제품을 생산할 것이며, 다른 1.5~1.7GW의 장비는 페로브스카이트 파일럿 라인 지원 위해 미국으로 이전했음

Q) Section 232 결과값에 대한 예상? 최소 수입가격에 대한 얘기가 있는데?

아직 Section 232에 대해서는 많은 변수가 존재. 현재 행정부와 진행 중인 논의에서 우리가 제안하는 구조는 % 관세가 아니라 최소 수입가격 형태(c/w). 우리는 긍정적인 피드백을 받고 있으며, 폴리실리콘 및 다운스트림 제품 이슈를 해결하는 가장 좋은 방법으로 판단 중. 2분기까지 결론이 날 가능성이 높음. 다소 지연될 수 있으나, 행정부도 이 문제를 빠르게 마무리 지어야한다는 의지가 강한 상황

Q) 페로브스카이트에 대한 비용은? 기술은 탠덤?

비용은 말씀드리기 어려우나, 1GW로는 규모의 경제(HVM)를 이루기 어려움. 초기 제품은 시장 출시해 현장검증과 고객 피드백이 중요해 파일럿 규모로 진행하는 것이 적절. 초기에는 비용이 높은 제품이 될 것으로 예상. 아직 탠덤이 최종적으로 선택할 기술이 될지는 결정되지 않은 상황. 단점함도 고려 가능.

그것보다 중요한 것은 페로브스카이트 자체의 성능에 대한 검증. 탠덤은 전기적 특성(온도 계수, 전압 및 전류 등)이 다른 두 반도체를 모듈 수준에서 최적화하고 조화시켜야 하는 복잡성이 높음. 초기에는 페로브스카이트 단독으로 현장 투입해 성능, 열화율, 부분적으로 그림자에 가려질 때의 동작 능력, 오픈 서킷에서의 조건 등 내구성 및 투자 적격성 검증 필요. 탠덤은 그 이후의 검토 사항

Q) Section 232 발표되면, 수주 대기 물량 규모와 시점은?

아직은 변수가 많은 상황. 실제 부과되는 관세(규제) 내용이 얼마나 강하게 발표되느냐에 따라 수주 물량과 속도가 결정될 것이기 때문. 일부 고객들은 GW 단위의 물량을 검토 중이며, Section 232 발표를 기다리는 중. 하지만 이미 일부 고객들에게는 Section 232에 따라 협상 중인 가격이 영향을 받을 수 있다고 전달한 상황. 결과가 예상보다 약하면 ASP 하방 압력이 있을 것이고, 예상보다 강하면 상방 압력이 있을 것. 발표 후 1개월 또는 수개월 내에 수주 진행 기획 존재

Q) Series 6 → 7 및 CuRe 전환하면서 집중하는 주요 기술은?

Series 7로 업그레이드하는 것은 큰 기술적 난제는 아니며, 대부분 형태나 크기 변경(Form Factor). Series 6는 TCO 유리를 받아와서 전면 접촉 버퍼를 직접 증착해야하는데, Series 7은 이를 유리 제조사에서 미리 포함시켜 공급받을 계획(공정 단순화).

결론적으로 주요 차이는 장비의 크기에 있음. CuRe은 기존 공정과 다르기에 신규 장비 도입 필요. 이 장비들은 Series 6에 맞춰 설계되었지만, Series 7에 맞춰서 성능을 올려야 하는 상황. 그래서 기술적 난이도는 높지 않으며, 검증이 끝나면 전체 설비로 확대할 계획

Q) 신규 증설 중인 미국 내 공장 캐파 규모가 가격 협상에 미치는 영향은?

신규 South Carolina 마감 공장의 장점은 Series 6이면서도 DCA 보조금을 확보할 수 있다는 점. 이를 통해 고객들은 프로젝트 당 15~20c/w의 ITC 보너스를 받을 수 있으며, 곧 퍼스트솔라의 가격 경쟁력으로 이어짐

Q) 인도 수입관세가 15%로 낮아진 상황에서, Section 232 발표 이후 인도 생산 물량을 미국 수입으로 전환할 가능성?

인도는 수요가 매우 강한 상황. 1분기에만 1GW를 판매. 그리고 AMPC(45X)를 제외한 총 마진은 인도 제품이 가장 높은 상황. % 마진 기준으로도 매우 매력적. 인도 공장을 미국 수출용으로 전환하게되면 기존 설비를 고정용에서 트랙커용으로 바꿔야 하기에 생산 중단 필요. 그것보다는 강한 인도 수요를 고려해, 최소 상반기까지는 인도에서 계속 생산 및 판매하는 방향으로 계획 중. 다만, 3분기에 인도 내 수요가 약할 것으로 예상해, 일부 미국으로 수출할 예정. 하지만 4분기에는 다시 강세를 예상.

하지만 이 모든 것은 7월 말 Section 122 만료와 Section 301 관세에 따라 결론이 달라질 수 있음. 현재 계획으로는 10~100MW 수준의 인도 반제품을 미국에서 마감처리할 예정. 상반기에는 미국 시장 수요 지원 위해 일부 실행 중. 장기적인 관세 환경이 명확해질 때까지 대규모 전환은 고려하고 있지 않음

Q) 이번 1.7GW 수주에서 미국 및 국제 생산물량을 나눠보면?

미국 0.9GW + 인도 0.8GW

Q) 상반기와 하반기 EBITDA 차이 요인은?

상반기 EBITDA가 낮은 이유는 인도 비중이 높았기 때문. 2~3분기에는 인도 물량 줄어들고, 4분기에 다시 회복 예상

Q) South Carolina 마감 공장은 페로브스카이트는 아닌건지?

South Carolina 공장(3.5GW)은 CuRe 제품을 마감하는 공장이며, 페로브스카이트 아님. 동남아 공장에서 기판 유리에 필요한 층을 입히고, 셀을 나누는 작업까지 마친 반제품을 미국으로 수출. 미국 공장에서 유리, 정션박스, 프레임, 중간층 등 나머지 부품을 붙여서 완성

그리고 새로운 1GW 규모 페로브스카이트 파일럿 라인은 Perrysburg 공장 내에 만들 예정이며, 기존 라인의 후공정 능력을 일부 활용

Q) 모든 작업 끝난 이후, 전체 캐파 규모?

2027년 생산량은 약 19~20.5GW

Q) TOPCon 특허에 대해서? 테슬라의 특허 침해 가능성은?

사실상 미국으로 수입되는 모든 TOPCon 생산 및 판매 제조사들은 우리의 IP를 침해. 테슬라가 TOPCon을 선택한다면, 우리 IP를 침해하지 않도록 제품을 완전히 재설계하지 않는 한 침해가 발생할 가능성이 높음

분명히 말하고 싶은 것은, 우리는 어떤 곳들과도 IP 라이선스에 대한 상업적 대화를 환영한다는 점. 단지 공정한 가치를 인정받고 싶은 것 뿐. 그래서 Talon에게도 라이선스를 제공

테슬라가 미국 시장에서 생산 능력을 구축하는 것은 국내 공급망 강화라는 측면에서 긍정적. 우리는 박막형 CdTe 뿐만 아니라 수직계열화된 강하고 탄력적인 국내 공급망이 필요하다고 항상 말해왔음. 페로브스카이트도 그 연장선상에 있음. 테슬라의 국내 공급망 구축은, 장기적인 에너지 독립성과 국가 안보를 위한 전체 전략적 목표를 더욱 강화할 것

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	52	50	57	63
매출원가	31	27	22	22
매출총이익	21	23	35	41
판매비와관리비	5	5	6	7
영업이익	16	17	29	34
비영업손익	0	1	2	1
금융손익	0	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	0	1	-1
법인세차감전순이익	16	18	31	35
법인세	1	1	1	1
당기순이익	15	18	30	34
지배주주	15	18	30	34
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	23.8	-3.8	14.0	10.5
매출총이익증가율	10.5	9.5	52.2	17.1
영업이익증가율	14.3	6.3	70.6	17.2
순이익증가율	15.4	20.0	66.7	13.3
EPS증가율	18.0	17.0	69.6	11.8
매출총이익률	40.4	46.0	61.4	65.1
영업이익률	30.8	34.0	50.9	54.0
당기순이익률	28.8	36.0	52.6	54.0

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	21	20	36	38
당기순이익	15	18	30	34
감가상각비	5	9	9	9
기타	1	-7	-3	-5
투자활동 현금흐름	-8	-8	-6	-5
- 자본적 지출(CAPEX)	-9	-9	-8	-8
기타	1	1	2	3
재무활동 현금흐름	-1	0	0	0
배당금	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
기타	0	0	0	0
현금의 증감	12	2	21	24
기초현금	16	28	30	51
기말현금	28	30	51	75

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	60	69	93	121
현금성자산	28	30	51	75
매출채권	19	23	26	28
재고자산	7	9	10	11
기타유동자산	6	7	6	7
비유동자산	73	82	90	98
투자자산	2	2	2	2
유형자산	59	68	76	84
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	11	11	11
자산총계	133	151	183	219
유동부채	23	21	20	22
매입채무	4	4	4	4
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	19	17	16	18
비유동부채	15	18	21	21
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	11	14	17	17
부채총계	38	39	41	43
지배주주지분(연결)	95	112	142	176
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	68	86	116	150
기타	-2	-3	-3	-3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	95	112	142	176

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	18.3	12.7	7.5	6.7
P/S (배)	5.4	4.6	4.0	3.6
P/B (배)	2.9	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA (배)	10.2	8.2	5.1	4.0
EPS	14.25	16.67	28.27	31.62
BPS	88.88	104.10	132.37	163.99
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)	2.8	2.3	2.4	2.3
재고자산회전율 (회)	5.7	6.1	6.2	6.1
매입채무 회전율 (회)	7.0	6.9	6.0	5.8
ROA (%)	12.0	12.6	18.2	16.9
ROE (%)	17.4	17.3	23.9	21.3
ROIC (%)	19.2	19.0	27.3	28.9
부채비율 (배)	39.7	34.7	28.9	24.4
유동비율 (배)	267.5	328.3	457.3	560.8
순차입금/자기자본 (배)	-23.9	-22.4	-32.2	-39.4

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.