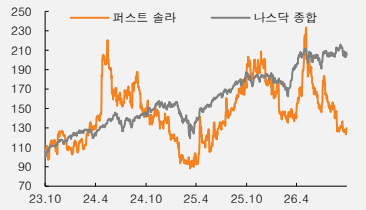
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.10.30

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**USD 265**
현재주가(26/10/29)	USD 176.89
상승여력	49.8%

나스닥 종합(p)	26,184.72
EPS 성장률(26F,%)	20.9
P/E(26F,x)	10.3
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	19.01
시가총액(조원)	25.41
상장주식수(백만주)	107.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	436.94
52주 최저가(USD)	168.15
52주 최고가(USD)	318.25

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.0	-7.2	-26.8
상대주가	2.3	-12.6	-33.0



[Energy Transition]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

FSLR US · 글로벌 태양광 · 미국

퍼스트 솔라

이제는 미뤄왔던 신규 수주 가격이 관건

목표주가 265달러 및 매수 의견 유지

퍼스트솔라의 목표주가 265달러와 매수 의견을 유지한다. 3분기 실적은 미국산 모듈 비중 확대로 시장 기대치를 상회했지만, 동사는 인도 내수와 해외 Series 6 물량 감소를 반영해 연간 판매량과 매출액 가이던스를 하향했다. 당사는 프로젝트별 계약으로의 전환과 고객들의 장기 조달 결정 지연을 반영해 2027년 EPS 전망치를 19% 하향했다. 다만 8월 Section 232 포고문 발표로 2028년 이후 판매 가능 물량의 가격 개선 여지가 커졌고, 신규 수주가 와트당 36센트 수준에서 이어지며 수주잔고 평균 단가도 2025년 말 29.9센트에서 3분기 말 30.6센트로 상승했다. 5억 달러 규모의 자사주 매입 승인도 주가 하방을 지지할 요인이다. 향후 주목할 포인트는 1) Section 232 발효(12월 4일) 이후 신규 수주 가격, 2) 2027년 상반기 말레이시아 공장 의사결정이다.

3Q26 Review: 미국산 비중 확대로 EPS 시장기대치 13% 상회

동사의 3Q26 매출액은 12.3억 달러로 컨센서스를 5% 하회했지만, EPS는 5.30달러로 컨센서스 4.67달러를 13% 상회했다. 판매량 4.1GW 중 3.9GW가 미국 판매분이었고, AMPC(45X)는 6.38억 달러로 전년 대비 61% 증가했다. 우려했던 R&D, 저가동, 운송비 부담도 예상보다 작았다. 연간 판매량과 매출액 가이던스는 하향됐지만, 줄어든 물량이 인도 내수와 해외 Series 6 등 저마진 물량이어서 매출총이익 가이던스는 유지됐다.

4Q26 Preview: 시장 기대치 하회 예상

동사의 4Q26 EPS는 5.11달러로 컨센서스 5.53달러를 8% 하회할 전망이다. 프로젝트별 계약 전환과 저마진 제품 비중 확대, 페로브스카이트 R&D 증가를 반영했다. Section 232는 12월 4일 발효되며, 모듈 최소수입가격은 와트당 0.38달러다. 동사는 8/6 이후 협상 가격을 인상했다고 밝혔지만, 이번 분기 신규 수주(1.4GW, 와트당 36센트)는 대부분 232 이전 가격이다. 향후 232 이후 첫 수주 가격, 기존 계약상 옵션 물량 약 4GW의 행사 여부, 말레이시아 1.8GW 공장의 2027년 상반기 의사결정이 실적 방향성을 좌우할 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD 100mn)	42	52	48	57	59
영업이익 (USD 100mn)	14	16	18	18	25
영업이익률 (%)	33.3	30.8	37.5	31.6	42.4
순이익 (USD 100mn)	13	15	19	19	24
EPS	12.07	14.25	17.23	17.94	22.57
ROE (%)	17.6	17.4	17.8	15.8	16.9
P/E (배)	14.6	18.3	10.3	9.9	7.8
P/B (배)	2.4	2.9	1.7	1.4	1.2

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정 (USDmn, USD)

		1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	전체	1,044.2	1,056.2	1,230.9	1,419.1	1,239.9	1,299.2	1,365.9	1,433.4	5,219.5	4,750.4	5,338.5
	Series6	263.7	399.0	538.2	540.9	442.9	489.2	542.6	596.6	2,339.1	1,741.8	2,071.4
	Series7	781.5	658.4	695.0	878.2	797.0	810.0	823.3	836.8	2,619.6	3,013.1	3,267.1
영업이익	전체	345.3	450.4	546.1	505.1	450.4	507.1	542.0	568.7	1,596.8	1,846.9	2,068.2
	모듈	-108.5	-105.4	-91.9	-111.7	-110.2	-93.7	-70.6	-55.7	-318.5	-417.5	-330.2
	AMPC	418.0	444.5	638.0	616.8	560.6	600.8	612.6	624.4	1,499.9	2,117.3	2,398.4
EPS	전체	3.22	3.92	5.30	5.11	4.52	5.02	5.27	5.53	14.21	17.56	20.34
	AMPC 제외	-0.66	-0.20	-0.62	-0.61	-0.68	-0.54	-0.41	-0.25	0.26	-2.10	-1.88

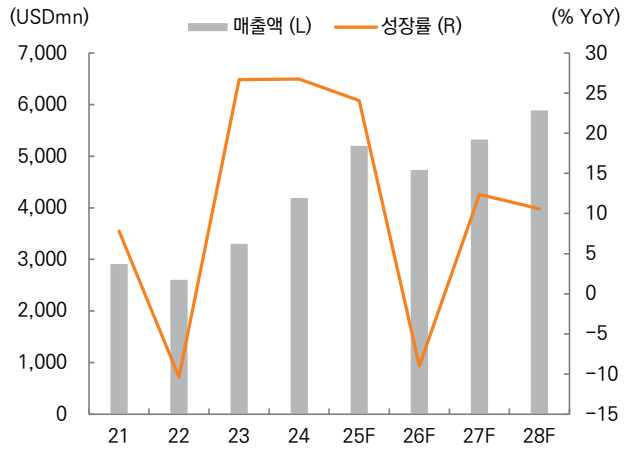
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경 (백만달러, 달러, %)

	변경전		변경후		조정 비율(%)	
	3Q26F	2027F	3Q26P	2027F	3Q26P	2027F
매출액	1,268	5,653	1,231	5,338	-2.9	-5.6
영업이익	441	2,703	546	2,068	23.7	-23.5
EPS	4.33	25.23	5.30	20.34	22.4	-19.4

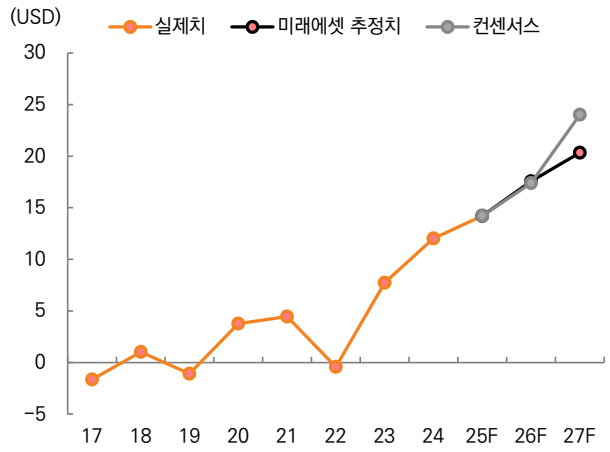
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망



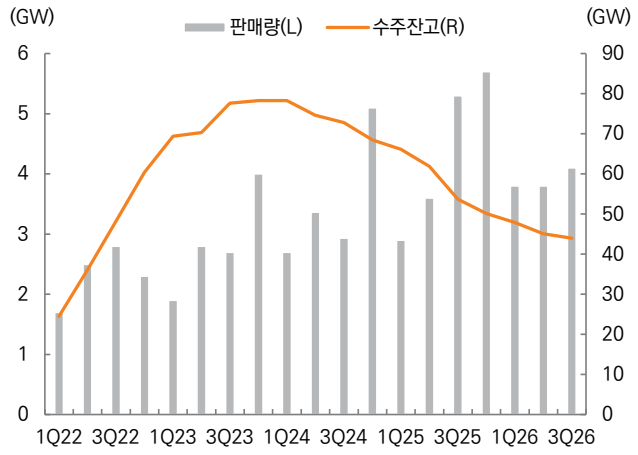
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망



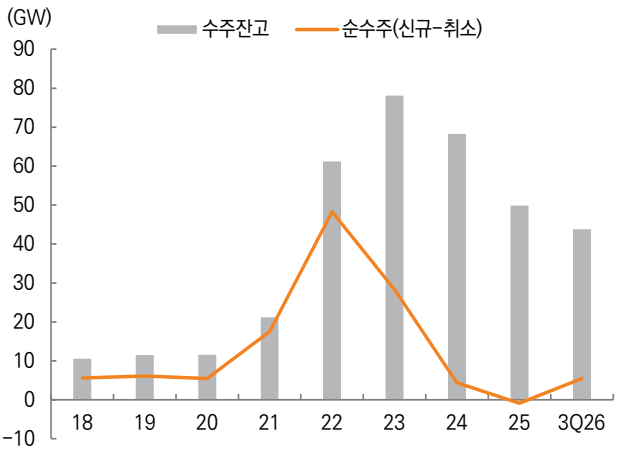
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



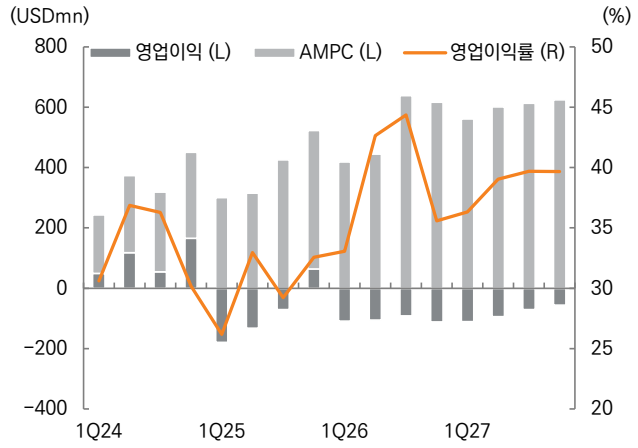
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 수주잔고 및 순수주 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 퍼스트솔라 영업이익 전망



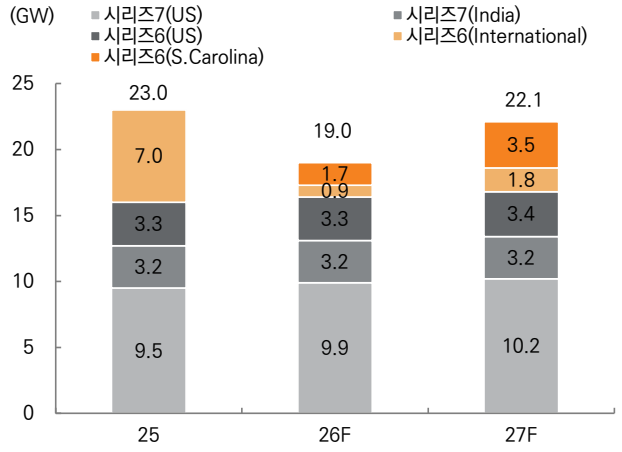
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



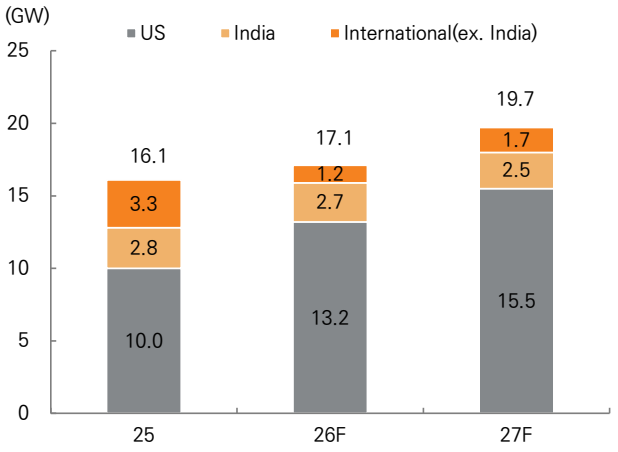
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 퍼스트솔라 제품별 생산능력(Capacity) 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 퍼스트솔라 생산량 전망



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 컨퍼런스 콜 Q&A 요약

Q1. 미국산 물량이 2028년까지 판매 완료돼 신규 판매 가능 물량이 2029년 이후에 몰려 있는데, 232 발효를 앞두고도 개발사들이 2029년 물량 수주를 서두르지 않는 이유는?(질문자 문제 제기) 가격을 낮춰서라도 물량을 확보하는 전략 변화가 필요한지?

고객들은 배터리 등 부품 가격 상승, 관세 변동, 자금조달, 계통연계 등 단기 현안 대응에 집중 중. 가장 큰 문제는 지역사회와 주정부 차원의 데이터센터 건설 반대. Section 232 전면 시행과 향후 FEOC 최종 가이던스(연말 또는 내년 초) 확인 전까지 장기 의사결정을 보류하고, 2028년 말까지 준공해야 하는 세이프하버 프로젝트 대응이 우선인 상황. 다만 2029년 및 2030년 이후 물량 파이프라인도 쌓이기 시작. 수주잔고상 향후 2년 이상 판매가 완료된 상태라 2029년 수주를 서두를 급박한 필요는 없다는 입장. 프로젝트별 계약 비중이 늘면서 2029년 가시성은 프레임워크 계약 대비 짧아짐. 사례로 최종 문서화 단계였던 2GW 계약이 Section 232 발표 이후 해당 주의 모라토리엄으로 프로젝트 자체가 중단됨

Q2. Section 232 발표 이후 시작된 협상의 가격 수준은?

Section 232 발표(8/6) 이후 가격을 상향 조정. 초기 협상 단계였던 건은 가격을 재인상했고, 이전 논의가 없던 신규 건은 기존 제시가보다 높은 가격을 적용. 다만 가격 상승 국면에서는 고객들이 국내산 요건 필요 수준 등 대안을 검토하고 이사회 승인도 다시 받아야 해 가격 협상에 시간 소요. 이번 분기 발표 수주 일부는 Section 232 이전 가격 기준

Q3. 결정질 실리콘 모듈 가격이 10~20c/W 상승했다는 분석이 있는데, 향후 수주 가능 물량과 가격 수준은?

가격은 제품별로 상이. 말레이시아산 등 해외 완제품이 최하단, 100% 미국산 S7이 최상단. 직전 분기 평균 36c이며 이를 웃도는 건도 있어 이 흐름을 이어갈 계획이나, 구체적 가격 전망은 제시하지 않음. 고객 행사 대기 중인 옵션 물량(약 4GW)의 가격은 기존 수주잔고 평균과 현재 가격 사이. 결정질 실리콘 가격은 향후 12~24개월 거래의 기준일 뿐, 회사 판매 가능 물량이 집중된 2028년 말~2030년에 대해서는 신뢰할 만한 벤치마크가 없어 가격 협상이 길어지는 중. Section 232 전면 시행 전 재고 비축(stockpiling) 시도가 공격적이어서, 저가 반입 물량을 기대하며 대기하는 고객도 존재

Q4. 상무부 단속 현황(수입업체 Section 232 이전 약 200곳 → 이후 약 400곳, 약 60곳 차단)과 최소수입가격 추가 인상 폭 및 시점은?

사우스캐롤라이나 공장 준공식에 러트닉 상무장관이 참석해 단속 의지를 재확인했고, 회사도 상무부와 정보를 공유 중. 다만 60곳을 막아도 나머지 140곳은 우회 가능성이 있어 리스크 감수 행태는 크게 둔화되지 않은 상황. 최소수입가격 인상에 대해서는 직접 답하지 않았으며, 행정부의 전략적 의도(미국 제조, 일자리, 공급망, 에너지 독립 및 국가안보)가 명확하고 국내 제조를 위한 요건과 인센티브를 갖출 것이라는 입장

Q5. 계약 방식이 스팟 시장형으로 바뀌면 분기별 수주 변동성이 커지는지, 영업조직은 대응 가능한지? 232 이후 제시 가격 범위는?

과거 다년 프레임워크 계약은 특정 프로젝트와 연동되지 않아 고객 개발 파이프라인 변동에 물량이 크게 출렁임. 현재는 고객들이 개별 프로젝트 단위 협상을 선호해 인허가, 계통 연계, 자금조달 단계와 납기 가시성이 개선. 대형 전략 파트너십형 계약도 일부 진행 중이며, 가격 협상이 정리되면 2029~2030년 이후 물량 확보 수요로 돌아설 가능성. 영업조직 역량은 문제없음. 가격은 재조정을 마쳤으나 범위는 공개하지 않음. 단기 판매 가능 물량은 말레이시아산 완제품과 인도산 미국 수입분이라 ASP 하단에 위치해, 분기 평균 ASP가 낮아질 수 있음. 프레임워크 계약은 납기 변동에 대비한 재고, 보관비, 운전자본 부담이 커 재무 영향이 상당했으며, 프로젝트 기반 계약은 운영과 재무 효율을 높일 수 있다고 보충

Q6. 정부보조금 수취채권 약 $1.9B의 현금화 계획과 크레딧 매각 시장 상황은?

$1.9B 중 약 $100M은 인도분, 나머지 약 $1.8B가 미국분. 미국분 일부는 세금 신고를 마치고 환급 대기 중이며, 2026년 생성 예상액은 약 $2.1B. 2024년분은 대부분 매각했고, 보유분은 2025년 10월 신고 후 약 3개월 만에 약 $120M을 환급받음(그중 약 1개월은 정부 셧다운 기간). 올해분은 매각 여부 미결정으로 가이던스에 매각 할인 미반영. 상반기 약세였던 크레딧 매각 시장은 연말로 갈수록 대기업들의 세무 포지션이 명확해지며 크게 개선돼 일부 매각을 협의 중. 할인을 감수하고 유동성을 앞당길지, 할인 없는 환급 신청을 택할지 균형을 보는 중

Q7. 프로젝트별 계약 시 수주에서 납품까지 선행 기간은?

모듈은 프로젝트 설계(기술별로 스트링 수, 전압 등 최적화 기준이 다름)를 좌우해 조달 결정이 가장 먼저 이뤄짐. 첫 납품 또는 준공까지 통상 18개월~2년. 프레임워크 계약은 2030년까지 가지만, 프로젝트별 계약은 2028년~2029년 초가 통상 한계. 가시성 기간 단축은 크지 않고 확실성은 높아짐

Q8. 말레이시아 공장 지속 결정을 2027년 상반기에 내릴 만큼 가시성이 확보되는지?

올해 내내 저가동 비용을 감수한 것은 최대 1.8GW 해외 물량을 가동할 수 있는 옵션 가치 때문. 고객들이 Section 232 전환기를 소화하는 중이라, 대규모 수요가 생길 경우에 대비해 옵션을 유지. 판매 우선순위는 미국산 → 사우스캐롤라이나(마무리 공장) → 해외산이며, 내년에는 무역 환경이 허용하면 인도산 미국 수출도 확대할 계획. 2027년 상반기까지는 판단에 필요한 시장 이해를 확보할 수 있다는 입장

Q9. S7 가격을 결정질 실리콘 대비 할인 구조로 봐야 하는지?

'품질 할인' 표현에 반박. 결정질 실리콘의 발전량 예측에는 품질 계수가 적용되지만 퍼스트 솔라 기술에는 적용되지 않음. 고객이 값을 치르는 것은 에너지이며, 에너지 기준 S7 CuRe는 PERC 대비 우위로 할인 요인 없음. 양면 발전 효율은 결정질보다 낮아 북동부처럼 양면 효과가 큰 지역에서는 불리하고, 남서부 사막과 남동부 고온다습 지역에서는 유리. TOPCon 대비로는 평균 수 센트 열위(단, 미국 내 TOPCon 판매 대부분은 자사 IP 침해라는 입장). 일반적으로 S7 CuRe는 PERC 대비 우위, TOPCon 대비 수 센트 열위

Q10. 미국 내 경쟁사 신규 캐파가 2029년 수주 지연에 영향을 주는지?

미국 내 신규 경쟁 업체들이 공급망, 장비, IP 측면에서 진정으로 FEOC와 무관한지에 대해 고객들이 상당한 리스크를 보고 있어 회사에 유리한 환경. 한 미국 제조사는 올해 매출 거의 100%가 특수관계자(중국 측으로 이해)향이라는 공시 사례도 있음. FEOC 가이던스가 확정되지 않아 고객들이 신중한 상황이며, 장기 파트너십 수요가 퍼스트솔라로 기울 것으로 기대

Q11. 232 예외(exclusion) 신청과 로비 동향(T1 Energy의 웨이버 신청 등)에 따른 결과 리스크는?

예외 여부는 상무부가 사안별로 실체를 판단하며, 부여 기간을 최소화하는 방향. CEO가 아는 범위에서 공식 부여된 예외는 아직 없음. 공정한 경쟁 환경이라면 경쟁은 문제없으며, 미국 기술, 공장, 공급망에 기반한다면 국내 산업 형성은 전략적으로 중요하다는 입장

Q12. Swift Current 소송의 실체와 규모는?

곧 답변서를 제출할 예정이라 구체적 언급은 불가. Series 7 초기 출시 당시 성능 안정화 문제와 관련된 건이며, 제한 보증 범위 내 의무는 이행하지만 범위를 넘는 보상 요구는 수용하지 않는다는 입장. Swift와도 협의했으나 상대가 소송을 택함

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**52**	**48**	**57**	**59**
매출원가	**31**	**24**	**33**	**28**
매출총이익	**21**	**24**	**24**	**31**
판매비와관리비	**5**	**5**	**6**	**6**
영업이익	**16**	**18**	**18**	**25**
비영업손익	**0**	**1**	**2**	**1**
금융손익	0	1	2	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	0	0	-1
법인세차감전순이익	16	19	20	26
법인세	1	1	1	1
당기순이익	**15**	**19**	**19**	**24**
지배주주	15	19	19	24
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	23.8	-7.7	18.8	3.5
매출총이익증가율	10.5	14.3	0.0	29.2
영업이익증가율	14.3	12.5	0.0	38.9
순이익증가율	15.4	26.7	0.0	26.3
EPS증가율	18.0	20.9	4.1	25.8
매출총이익률	40.4	50.0	42.1	52.5
영업이익률	30.8	37.5	31.6	42.4
당기순이익률	28.8	39.6	33.3	40.7

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**60**	**60**	**70**	**88**
현금성자산	28	28	35	53
매출채권	19	19	21	21
재고자산	7	7	8	8
기타유동자산	6	6	6	6
비유동자산	**73**	**85**	**94**	**102**
투자자산	2	2	2	2
유형자산	59	63	72	80
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	19	19	19
자산총계	**133**	**145**	**164**	**190**
유동부채	**23**	**18**	**18**	**19**
매입채무	4	3	3	4
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	19	15	15	15
비유동부채	**15**	**15**	**15**	**15**
장기금융부채	4	1	1	1
기타비유동부채	11	14	14	14
부채총계	**38**	**33**	**33**	**34**
지배주주지분(연결)	**95**	**112**	**132**	**156**
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	68	86	106	130
기타	-2	-3	-3	-3
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**95**	**112**	**132**	**156**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**21**	**17**	**23**	**32**
당기순이익	15	19	19	24
감가상각비	5	7	9	9
기타	1	-9	-5	-1
투자활동 현금흐름	**-8**	**-7**	**-7**	**-6**
- 자본적 지출(CAPEX)	-9	-7	-9	-8
기타	1	0	2	2
재무활동 현금흐름	**-1**	**-5**	**0**	**0**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-5	0	0
기타	0	0	0	0
현금의 증감	12	0	7	18
기초현금	16	28	28	35
기말현금	28	28	35	53

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	18.3	10.3	9.9	7.8
P/S (배)	5.4	4.0	3.3	3.2
P/B (배)	2.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	10.2	8.2	7.7	5.6
EPS	14.25	17.23	17.94	22.57
BPS	88.88	104.65	122.60	145.16
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	2.4	2.8	2.8
재고자산회전율 (회)	5.7	6.4	7.3	7.3
매입채무 회전율 (회)	7.0	6.4	9.5	7.8
ROA (%)	12.0	13.3	12.5	13.7
ROE (%)	17.4	17.8	15.8	16.9
ROIC (%)	19.2	20.0	16.7	21.2
부채비율 (배)	39.7	28.9	24.7	21.8
유동비율 (배)	267.5	342.1	400.6	474.1
순차입금/자기자본 (배)	-23.9	-24.3	-26.1	-33.4

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.