

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	USD 290
현재주가(24/10/29)	USD 199.67
상승여력	45.2%

나스닥 종합(p)	18,712.75
EPS 성장률(24F, %)	61.1
P/E(24F, x)	15.9
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	21.37
시가총액(조원)	29.65
상장주식수(백만주)	107.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	450.22
52주 최저가(USD)	132.53
52주 최고가(USD)	300.71

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.9	10.4	39.4
상대주가	-24.4	-5.7	-5.8



[에너지/정유화학]

이진호
jinho.lee.z@miraesasset.com

김태형
taehyoung.kim@miraesasset.com

퍼스트 솔라

중장기 성장성 및 수익성은 여전히 안정적

목표주가 290달러와 매수 의견 유지

퍼스트 솔라의 3분기 실적은 기대치에 미치지 못했으나, 25~26년의 실적 성장과 수익성 개선의 흐름에는 차질이 없다고 판단해 목표주가를 유지한다. 시장에서는 시간 외호가 6.7% 하락하며, 실적 부진에 대한 우려를 보이고 있다. 하지만 3분기 매출총이익률은 50.2%로 수익성이 훼손되지 않았고, AMPC 크레딧은 2.64억 달러로 가이던스(2.4억 달러)를 상회해 미국 공장의 가동률이 충분히 높은 것으로 추정한다. 향후 DCA의 조건 충족을 통한 ASP 상향 가능성, CHIPS Act 보조금에 대한 기대감까지 고려한다면, 시장의 우려는 충분히 상쇄될 것으로 전망한다.

3Q24 Review: 일회성 요인으로 부진한 실적 기록

동사의 3Q24 매출액은 8억 8,877만 달러로 컨센서스를 18% 하회했으며, EPS 또한 \$2.91로 컨센서스를 8% 하회했다. 실적이 시장 기대치를 하회한 이유는 판매량 12% 감소와 초기 공장 가동 비용(5천만 달러) 때문이다. 판매량 감소 요인은 1) 클라우드스트라이크 IT대란 및 허리케인으로 인한 물류 이슈, 2) 인도 시장 내 중국산 제품들의 덤핑 문제, 3) 프로젝트 개발 지연 때문이다. 미국 내 생산으로 인한 AMPC 세액 공제는 2억 6,400억 달러를 기록해 가이던스를 상회했다.

초기 공장 가동 비용은 Series7 공장 램프업 과정에서 유리 세척 공정과 테스트 공정에 마진 계산 오류로 발생했지만, 일회성 비용으로 모두 해결되었다. 다만, 프로젝트 개발 지연은 지난 플러그 파워와의 계약 종료건과 마찬가지로 지속적으로 나타나는 이슈이며, 4분기에도 영향이 있을 수 있을 전망이다.

4Q24 Preview: 24년 가이던스 하향 영향

동사의 4Q24 매출액 11억 6,320만 달러(+31% QoQ), EPS \$4.17(+43% QoQ)를 전망한다. 전분기 대비해서는 크게 증가하지만, 컨센서스 대비해서는 각각 26%, 13% 하회하는 수준이다.

동사는 24년 가이던스를 매출액 -7%, EPS -2%, 판매량 -10% 하향 조정했다. 가이던스 하향 요인은 3분기 일회성 비용 및 프로젝트 개발 지연, 인도 시장 상황 악화 등에 기인한다. 프로젝트 개발 지연 영향이 4분기까지도 추가 영향을 미칠 수 있을 것으로 전망하기에, 당사의 추정치는 회사의 가이던스보다 보수적으로 전망했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (억USD)	26	33	39	56	69
영업이익 (억USD)	0	9	14	26	37
영업이익률 (%)	0.0	27.3	35.9	46.4	53.6
순이익 (억USD)	0	8	13	24	33
EPS (USD)	-0.41	7.78	12.54	22.22	31.29
ROE (%)	-0.7	13.3	18.3	25.9	27.8
P/E (배)	-	22.1	15.9	9.0	6.4
P/B (배)	2.7	2.8	2.7	2.1	1.6

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

표 1. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정

		1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	794.1	1,010.5	887.7	1,163.2	1,333.8	1,383.4	1,399.0	1,508.0	3,318.6	3,855.5	5,624.2
	Series6	645.0	676.4	525.0	648.3	731.4	740.2	749.1	758.1	2,745.7	2,494.6	2,978.8
	Series7	121.1	292.1	353.2	514.0	601.4	642.2	649.9	749.9	492.8	1,280.4	2,643.4
영업이익	전체	243.1	372.5	322.0	478.2	518.4	644.8	699.1	759.0	857.3	1,415.8	2,621.3
	모듈	49.2	118.0	91.7	153.8	203.0	239.4	271.1	315.3	183.8	412.7	1,028.8
	AMPC	194.0	255.0	264.0	324.4	315.4	405.5	428.0	443.7	680.1	1,037.4	1,592.5
EPS	전체	2.20	3.25	2.91	4.17	4.47	5.53	5.96	6.42	7.73	12.54	22.38
	AMPC 제외	0.40	0.88	0.46	1.16	1.54	1.77	1.99	2.31	1.40	2.89	7.61

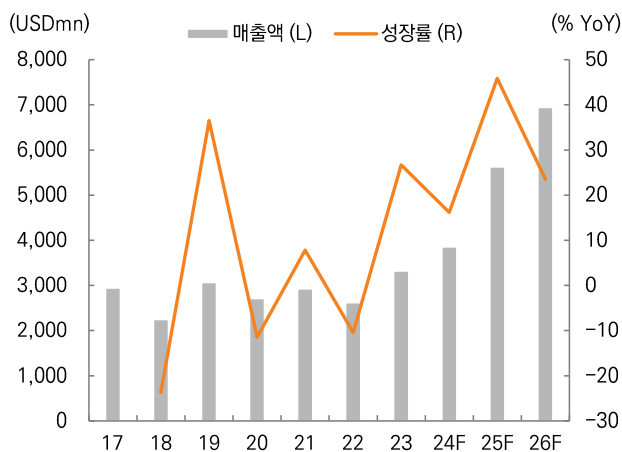
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 퍼스트 솔라 밸류에이션

		25F EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	비고
영업 가치	박막형 모듈 제조 관계기업	3,232.1	9.2	29,735.7	First Solar 과거 2년 평균 EV/EBITDA
				29.4	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
	계			29,765.1	
	순차입금(순현금)			-1,500.0	현금 2.1USDbn - 차입금 0.6USDbn
	우선주 시가총액 Equity Value			31,269.1	
	주식수(백만주)			107.6	
	목표가			291	목표주가 290달러 산출
	현재 가격			198	
	상승여력			46%	

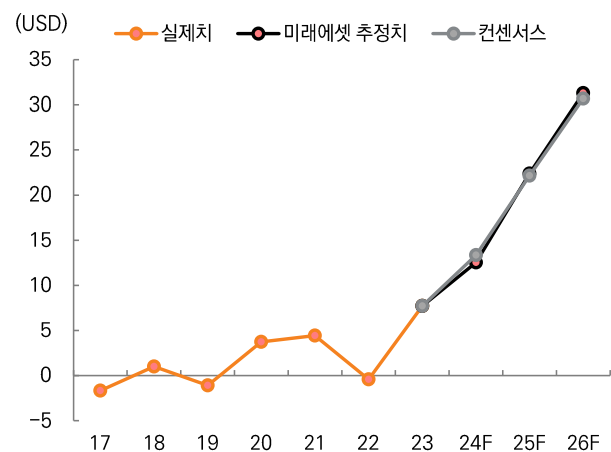
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망



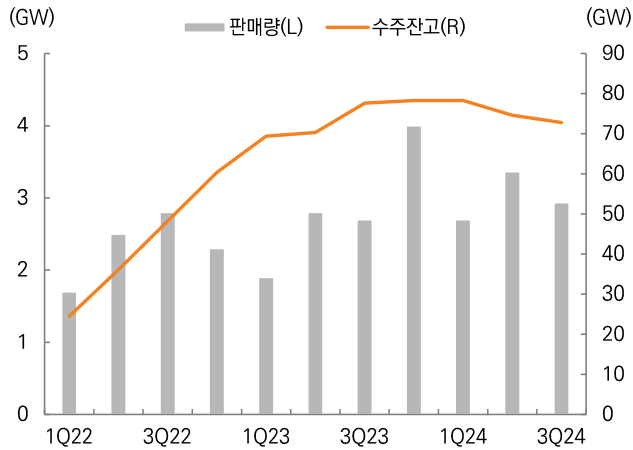
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망



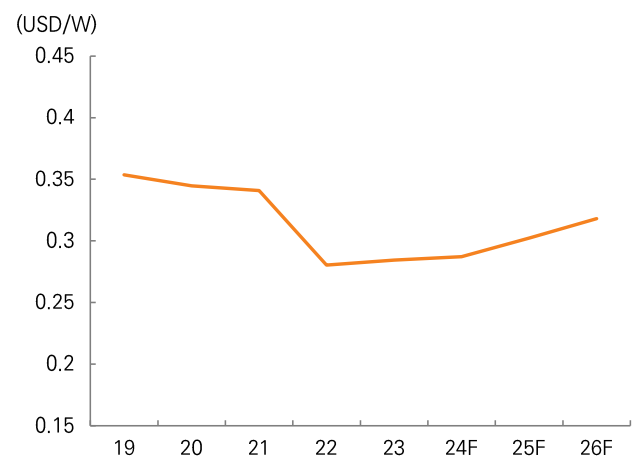
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



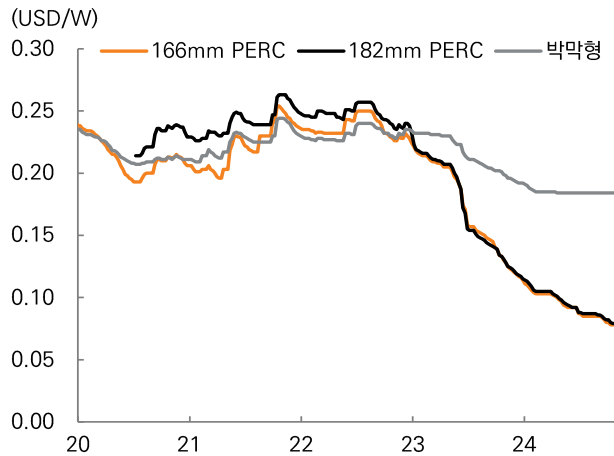
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



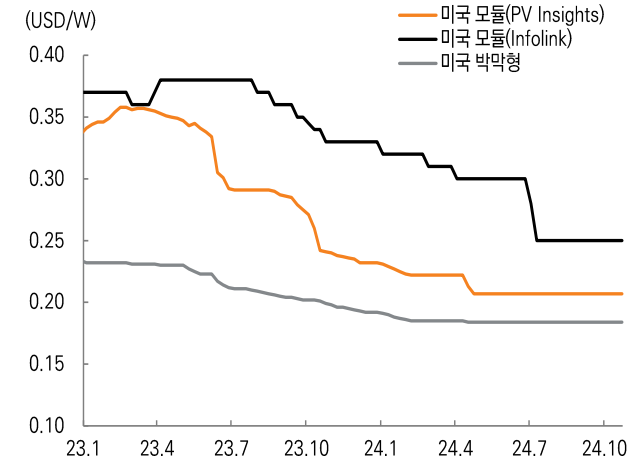
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 태양광 타입별 모듈 가격 추이



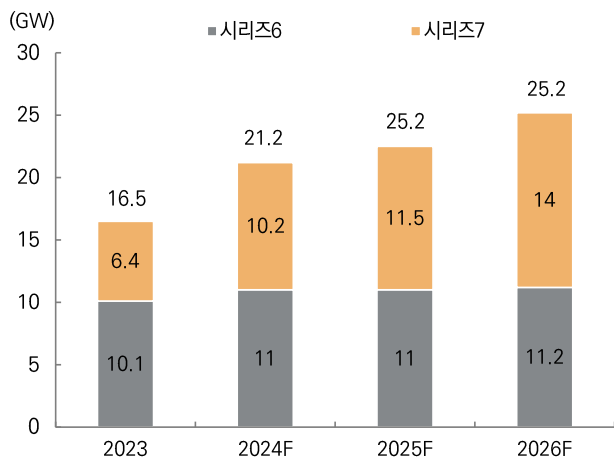
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 태양광 모듈 가격 추이



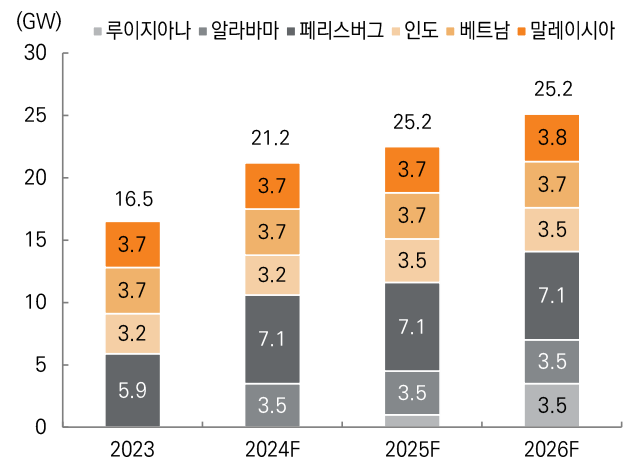
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

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 2024 가이드스 변화

(단위:USD)

	현재	기존
Net Sales	4.10B~4.25B	4.4B~4.6B
Gross Margin	1.95B~2.00B	2.0B~2.1B
Operating Expense	445M~475M	455M~485M
Operating Income	1.48B~1.54B	1.5B~1.6B
EPS(Diluted)	13~13.5	13~14
Net Cash	0.5B~0.7B	0.6B~0.9B
CAPEX	1.55B~1.65B	1.8B~2.0B
Volume sold	14.2GW~14.6GW	15.6GW~16.3GW

자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

컨콜 주요 내용 요약

CuRe 4분기 상용화 시작?

25년 1분기까지 0.4 GW 생산 및 판매 계획 중. 4Q25 오하이오 공장 리드라인을 먼저 CuRe로 대체한 후에, 오하이오 3공장 및 베트남 공장도 대체 예정

페로브스카이트 개발 진행 과정 업데이트?

페로브스카이트 샘플 라인 4분기 내 준비될 예정. 페로브스카이트 개발 과정 가속화

태양광 웨이퍼 공정에 대한 CHIPS Act 보조금 얘기가 나오고 있는데?

수취 가능성에 대해 평가 중. 우리가 박막형 공정으로 17c/w의 보조금을 받을 수 있었던 것을 보면, 충분히 동등성을 인정받을 것으로 생각

프로젝트 지연 관련?

전반적으로 제품 이전 요청이 조금 더 많아졌고, 그 요청 중 일부는 이전보다 점점 더 길어지고 있는 상황. 일반적으로 우리는 가능한 한 고객과 협력하려고 노력하고 있지만, 필요한 경우 계약을 준수하고 배송 능력을 강화하기 위해 노력 중. 미국 프로젝트에서 자금 조달이 문제가 되는 경우는 많지 않은 것 같고, 대부분 그리드 연결 문제가 많았고 이는 창고 배송이나 재배치를 통해 대부분 완화 가능

TOPCon 특허 침해 관련?

퍼스트솔라는 2013년 테트라선 인수를 통해 TOPCon 특허 포트폴리오를 보유. 당사의 TOPCon 포트폴리오에는 미국, 호주, 캐나다, 중국, 유럽, 홍콩, 일본, 멕시코, 말레이시아, 싱가포르, 한국, 베트남 및 아랍에미리트에서 특허 및 특허 출원이 포함되어 있으며 특허 기간은 2030년까지 연장

3분기에 중국 특허청인 중국 국가지식산업국의 특허 재심사 및 무효화 부서(PRID)에서 중국 TOPCon 특허의 유효성을 인정하는 승소 판결. 앞서 언급한 제조업체에 대한 지원 활동과 함께 TOPCon 특허의 실제 또는 계획된 사용을 승인하기 위한 잠재적 구조에 대해 논의하는 것을 목표. 최근 중국 내 승소는 TOPCon 특허 포트폴리오의 강점을 제3자가 검증한 것

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.