

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ USD 228
현재주가(25/7/31)	USD 174.73
상승여력	30.5%

나스닥 종합(p)	21,122.45
EPS 성장률(25F, %)	9.9
P/E(25F, x)	13.2
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	18.74
시가총액(조원)	25.91
상장주식수(백만주)	107.2
60일 평균 거래대금(백만USD)	782.88
52주 최저가(USD)	120.38
52주 최고가(USD)	255.75

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.6	4.3	-19.1
상대주가	1.8	-3.1	-32.6



[에너지/정유화학]

이진호
jinho.lee.z@miraesasset.com

김태형
taehyoung.kim@miraesasset.com

퍼스트 솔라

수주 취소? 오히려 좋아

목표주가 228달러로 상향. 매수 의견 유지.

퍼스트 솔라의 목표주가를 184달러에서 228달러로 상향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향 조정은 하반기 모듈 판매량 추정치 및 ASP 상황에 기인한다. 그동안 정책 불확실성으로 인해 남아있던 재고 물량들도 판매 가능성이 높아졌고, 수주 취소 건들도 오히려 더 높은 가격에 재계약되면서 실적이 개선되는 중이다. 아직은 불확실성이 남아있긴 하나, PFE 및 행정명령도 중국을 배제하는 방향으로 나아가고 있기에 동사에 유리하다. 다시금 동사의 실적 개선 구간으로 판단한다.

2Q25 Review: 계약종료 지급금 수취로 컨센 상회

동사의 2Q25 EPS는 \$3.18로 컨센서스(\$2.66)를 20% 상회했다. 최근 발생한 고객사의 계약 종료에 따라 지급금(6,300만 달러)을 수취했기 때문이다. 이 금액은 EPS로 환산하면 59센트 수준으로 컨센서스 상회분이 설명 가능하다. 계약 종료 사유는 정책 불확실성(관세로 인한 수익성 악화, 유럽 고객의 자산 매각 등) 때문이다.

2분기 모듈 판매량은 3.6GW를 기록했으며, 생산량은 4.2GW(미국 2.4GW, 미국 외 1.8GW)였다. AMPC 금액은 공개하지 않았으나, 약 4억 달러 수준을 수취한 것으로 추정한다.

하반기 전망: 수주취소, 오히려 좋아

향후 정책 불확실성으로 인해 지연되거나 취소된 계약건들은, 오히려 더 높은 가격에 신규 수주가 계약되면서 하반기 실적을 개선시켜 줄 전망이다. 25년 상반기 순수주는 -0.2GW로 취소 물량이 더 많았지만, OBBBA 법안 발효 이후 한 달간 신규 수주가 2.1GW로 급격히 늘었다. 그 중 재계약분(0.9GW)은 취소 계약건 대비 ASP가 오히려 상승(29c/w→33c/w)했다. 해당 물량은 대부분 해외 생산분이며, 미국 생산제품은 30센트 후반대일 가능성도 제기되는 상황이다.

하반기 판매량 및 추가 수주 기대감이 높아지며 실적 전망치도 상향한다. 동사는 OBBBA 법안 이후 고객들의 수주 문의가 급증하고 있으며, 착공 조건을 만족시켜 보조금을 확정시키는 세이프 하버 전략 논의가 활발하다고 밝혔다. 만약 계약 취소 건들이 발생한다고 하더라도, 중국 물량을 구매하던 고객사들이 동사로 넘어올 가능성이 높은 상황이다. 3분기 판매량 추정치를 4.5GW에서 5.3GW로 상향 조정한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (억USD)	33	42	55	72	75
영업이익 (억USD)	9	14	16	28	32
영업이익률 (%)	27.3	33.3	29.1	38.9	42.7
순이익 (억USD)	8	13	14	25	28
EPS (USD)	7.78	12.07	13.27	22.91	26.29
ROE (%)	13.3	17.6	16.5	23.5	21.5
P/E (배)	22.1	14.6	13.2	7.6	6.6
P/B (배)	2.8	2.4	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)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	794.1	1,010.5	887.7	1,514.0	844.6	1,097.2	1,656.9	1,949.5	4,206.3	5,548.1	7,180.3
	Series6	645.0	676.4	511.5	826.1	422.5	496.2	880.3	971.9	2,658.9	2,770.9	3,237.7
	Series7	121.1	292.1	343.6	683.9	431.3	589.0	776.6	977.6	1,440.7	2,774.4	3,942.6
영업이익	전체	243.1	372.5	322.0	456.9	221.2	361.6	449.3	522.3	1,394.5	1,554.4	2,761.2
	모듈	49.2	118.0	54.7	166.0	-113.5	-29.5	34.8	73.7	387.8	-34.5	693.8
	AMPC	194.0	255.0	264.0	284.6	337.9	405.5	414.5	448.6	997.6	1,606.4	2,067.4
EPS	전체	2.20	3.25	2.91	3.66	1.95	3.18	4.13	4.67	12.01	13.93	24.09
	AMPC 제외	0.40	0.88	0.46	1.01	-1.20	-0.59	0.28	0.50	2.74	-1.01	4.90

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 퍼스트솔라 밸류에이션

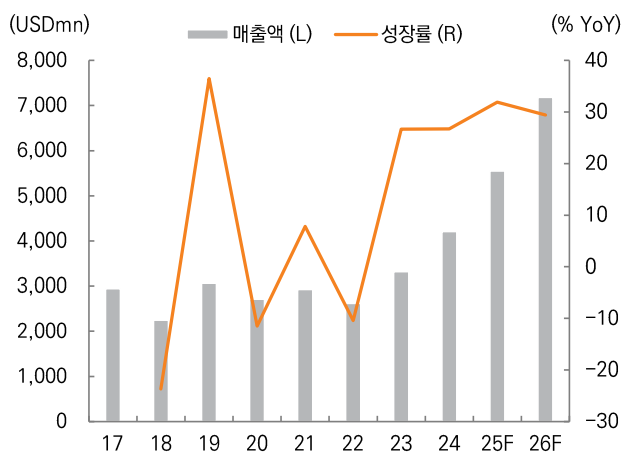
(USDmn, mn shares, USD, %)

	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
영업 가치	2,871.9	7.9	22,745.3	트럼프 당선 이전인 10월 평균 EV/EBITDA
관계기업			29.4	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
EV			22,774.7	
순차입금			-1,200.0	25년 가이드نس
우선주 시가총액			-	
Equity Value			23,974.7	
주식수(백만주)			107.6	
적정주가			223	목표주가 223달러 산출
현재 가격			175	
상승여력			28%	

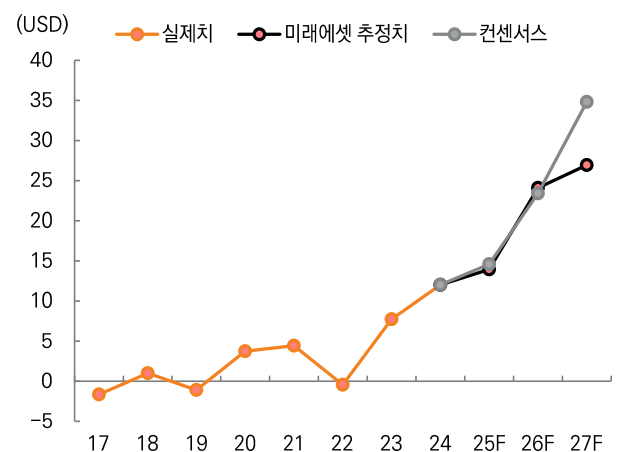
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망

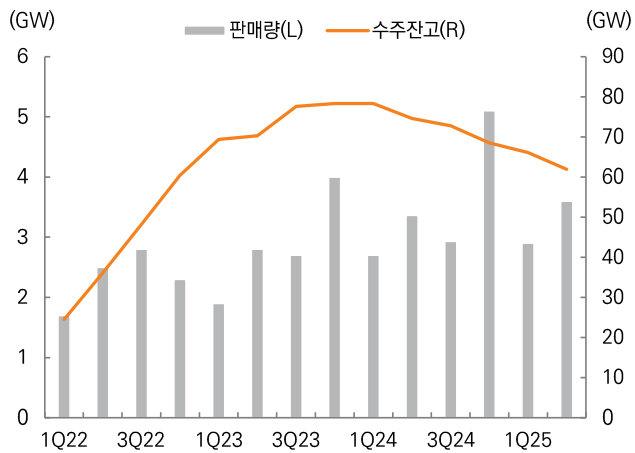


자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터



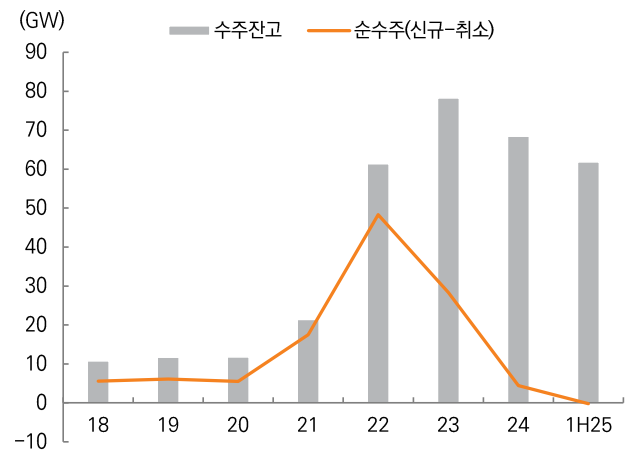
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



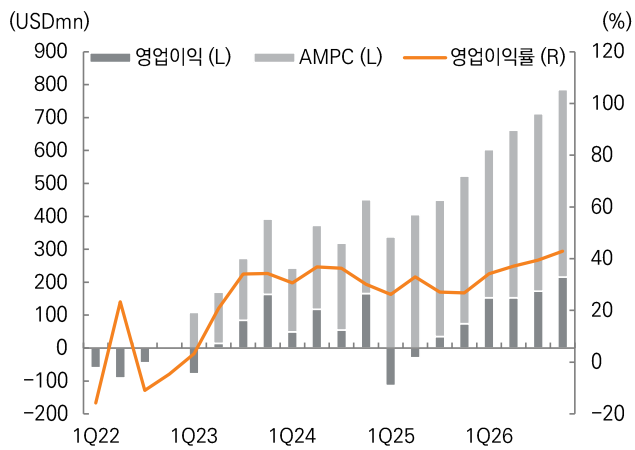
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 수주잔고 및 순수주 추이



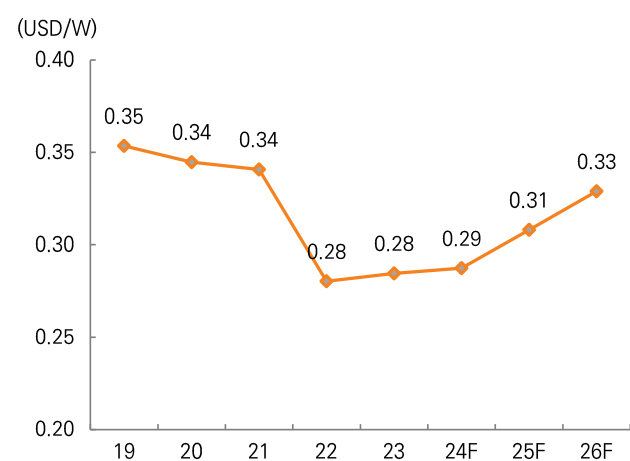
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 퍼스트솔라 영업이익 전망



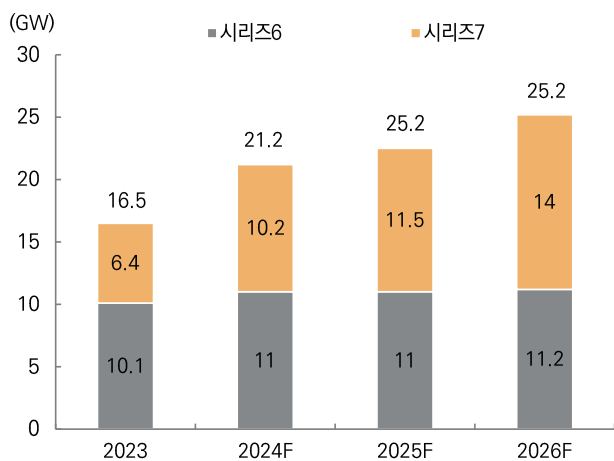
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



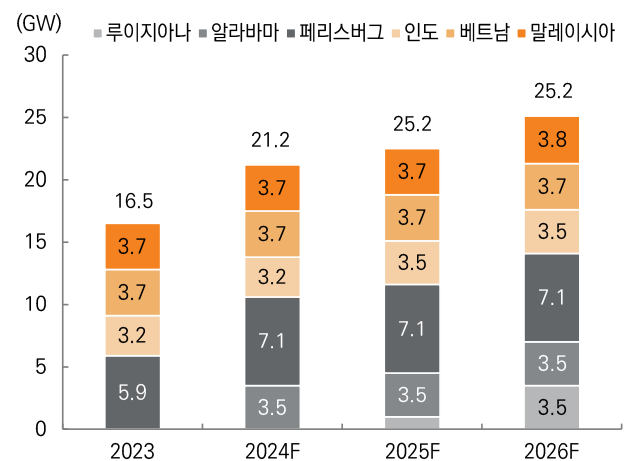
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 퍼스트솔라 제품별 생산능력 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 퍼스트솔라 지역별 생산능력 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

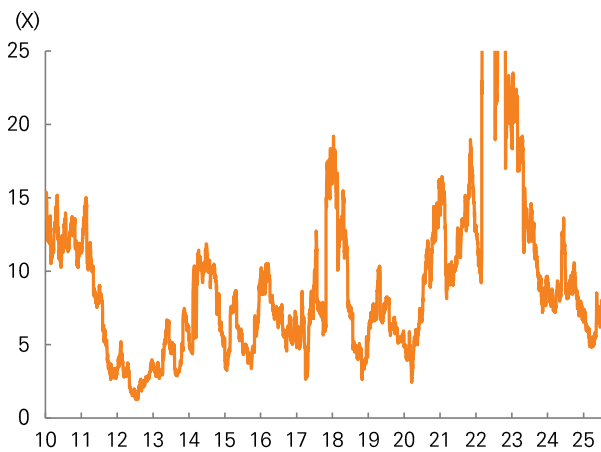
표 3. 퍼스트 솔라 2025 가이드스

(USD)

	이전(25.4.30)	현재
Net Sales	4.5B~5.5B	4.9B~5.7B
Gross Margin	1.96B~2.47B	2.05B~2.35B
Operating Expense	470M~510M	480M~520M
Operating Income	1.45B~2.00B	1.53B~1.87B
EPS(Diluted)	12.5~17.5	13.5~16.5
Net Cash	0.4B~0.9B	1.3B~2.0B
CAPEX	1.0B~1.5B	변화없음
Volume sold	15.5GW~19.3GW	16.7GW~19.3GW

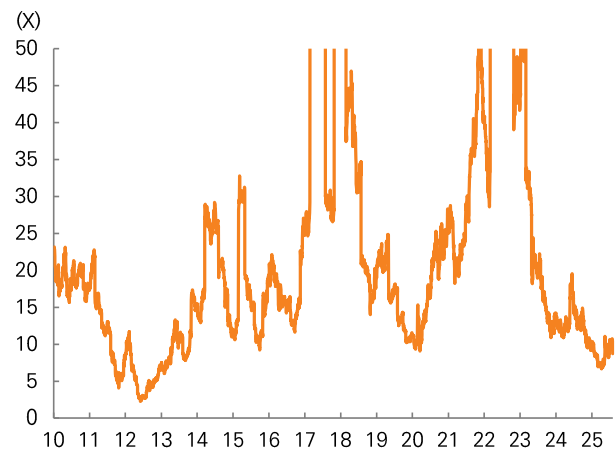
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 퍼스트 솔라 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 퍼스트 솔라 12MF PER 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

실적발표 컨퍼런스콜 Q&A 요약(AI 번역)

1) 7월 2.1GW 예약 증가와 와트당 \$0.32~\$0.33 가격 상승 요인은? Safe Harbor, AD/CVD, 국내 콘텐츠 요건 반영 여부는?

7월 4일 화해 법안 서명 후 많은 문의와 Safe Harbor 전략 논의가 증가했다. First Solar는 2028년까지 Safe Harbor를 확보했으며, 새로운 법안으로 2030년까지 2년 연장 가능성이 생겨 장기 가시성과 확실성을 제공한다. 7월 2GW 예약은 Safe Harbor(2029년 완공 프로젝트), AD/CVD, FEOC 관련 수요, 중국 공급업체의 계약 파기로 인한 고객 전환 등이 복합적으로 작용했다. 예를 들어, 한 고객은 중국 공급업체가 2026년 물량을 이행하지 않아 First Solar로 전환했다. 분기 중 Debooking과 국제 재고를 활용해 이를 충족했다. 현재 추가 1GW 예약 협상 중이며, 가격 상승 가능성에 낙관적이다. 와트당 \$0.32~\$0.33은 시장 상황 탐색과 가격 발견 과정의 결과로, AD/CVD와 FEOC 제한, 국내 콘텐츠 요건이 반영되었다. 향후 관세 체제 명확화와 Section 232 폴리실리콘 조사가 가격 상승 촉매가 될 수 있다.

Q2) 2028년까지 계약된 백로그 중 행정 명령으로 Safe Harbor가 불리하게 변경될 경우, 계약상 취소 가능한 백로그 비율은?

행정 명령은 2024년 말 Safe Harbor(Section 48/45 ITC/PTC)에 영향을 주지 않으며, 2028년 말까지 서비스 개시 요건은 유지된다. 따라서 2028년까지의 계약 백로그(64GW)는 행정 명령의 결과와 관계없이 안전하다. 행정 명령은 기술 중립 ITC/PTC와 건설 착수, FEOC 가이드라인에 초점을 맞춘다. 건설 착수는 자본 지출 5% 투입 또는 현장 물리적 작업으로 정의되며, 가이드라인은 2025년 8월 18일(행정명령 조사 개시 후 45일)까지 제공될 예정이다. 이는 러시아, 중국 등 잠재적 적대 국가와의 연결을 방지하는 FEOC 조항도 포함한다. 기술 중립 가이드라인이 시장 친화적이라면, 2029~2030년까지 추가 수요 창출이 가능해 고무적이다.

Q3) 7월 예약은 Series 6 및 재계약 분량, 2027~2028년 미국 Series 7 용량은 미할용. \$0.32~\$0.33 가격이 매력적이지 않은지?

7월 신규 수주는 Series 6 국제 제품 중심으로, 창고 및 항구 재고 정리(억류 및 항만비 절감)와 전략적 Safe Harbor 확보를 목표로 했다. 재계약된 Series 6는 훌륭한 가격(\$0.33)으로 거래되었으며, 2026년에 고객이 소유권을 인수해 First Solar의 비용 부담을 줄였다. 기술 중립 ITC/PTC의 Safe Harbor는 CdTe 기술의 특성상 결정질 실리콘과 혼합이 어려워(통일성 필요), 200MW Safe Harbor가 2~3GW 후속 기회를 창출할 수 있다. 이는 프로젝트 전체를 First Solar 기술로 채울 가능성을 높인다. 현재 1GW 추가 예약 협상 중이며, \$0.32~\$0.33 이상 가격 발견을 추구한다.

Q4) Section 232 폴리실리콘 조사 성공 시 가격 상승 가능성 고려 판매 전략은?

Section 232 조사는 가격 상승 촉매로 인정되지만, 신중한 수주 전략으로 단기 재고 정리와 장기 기회 확보를 균형 있게 추진했다.

Q5) DCA 통한 모듈 가격 30센트 후반대 가능성은? 창고 재고 잔량은? OBBBA 통과, FEOC 규칙, Section 232 등 촉매로 용량 확장 계획은? 확장 전 확인해야 할 사항은?

DCA 가격은 시장 상황에 따라 논의 중이며, 30센트 후반대 가능성을 관찰 중이다. 7월 판매로 창고 및 항구 재고를 정리해 비용을 절감했다. 2028년까지 국내 계약(64GW)은 견고하며, 국제 Series 6/7을 활용해 전략적 발판을 마련했다. 미국 내 마무리 라인 설립을 검토 중으로, 반제품 수입 시 관세를 1/3(\$0.10~\$0.11)로 줄이고, 제조 세액 공제 및 국내 콘텐츠 가치를 극대화할 수 있다. 말레이시아/베트남의 여분 장비를 활용해 빠른 시장 진입이 가능하다. 확인해야 할 사항은 관세 체제(말레이시아 25%, 베트남 20%, 인도 26%)와 행정 명령 가이드라인(8월 18일까지) 명확화다. 인도 관련 최신 정보도 반영해야 하며, 이는 마무리 라인 소싱 전략과 가격 책정에 영향을 미친다.

Q6) 북미 수주 파이프라인(83.3GW)은 전체 업계 수요를 반영하나? 추가 파이프라인 가능성은?

북미 파이프라인(83.3GW)은 최근 7월 2GW 예약 등으로 증가했으며, 대규모 문의가 많다. 일부는 중국 공급업체의 계약 파기로 인한 수요 재할당(예: 2026년 물량 필요 고객), 일부는 AI 및 하이퍼스케일러 관련 신규 수요다. 2027~2028년 더 큰 거래 협상 중이나, 이는 기존 고객의 재할당인지, 공급망 혼란인지, AI 관련 증분 수요인지 구분이 어렵다. 파이프라인은 업계 수요의 일부를 반영하지만, 시장이 기존 예상보다 클 가능성이 있다. 이는 공급망 중단, AI 수요 등 복합적 요인으로 시장 전망이 확대되고 있음을 시사한다.

Q7) 현금 사용 계획은? 마무리 라인, 페로브스카이트 라인, 주주 환원 우선순위와 타임라인은? 관세는 어떤 영향을 미치나?

현금 유동성은 세액 공제 판매와 운전자본 정상화로 강화되었으며, 연말 순현금 13억~20억 달러 예상된다. 루이지애나 공장 마무리 후 일부 지급은 2026년으로 연기된다. 마무리 라인은 아시아 장비 재활용, 건물 임대/매입 여부로 자본 지출이 결정된다. 페로브스카이트 개발 라인은 가동 중이며, 성공 시 확장 검토한다. 현금 사용 우선순위는 1) 핵심 사업 운영, 2) 제조/마무리 라인 확장, 3) R&D 투자(내부 및 M&A), 4) 잉여 현금 시 자본 환원이다. 관세와 행정 명령 명확화(8월 18일 가이드라인)가 필요하며, 이는 마무리 라인 소싱과 가격에 영향을 미친다. 2026년 가이드선스 발표(연말~내년 초) 시 현금 계획을 업데이트할 예정이다.

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	42	55	72	75
매출원가	23	33	35	34
매출총이익	19	22	37	41
판매비와관리비	5	7	9	9
영업이익	14	16	28	32
비영업손익	0	0	0	0
금융손익	1	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-1	-1	-1	-2
법인세차감전순이익	14	16	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	31.0	30.9	4.2
매출총이익증가율	46.2	15.8	68.2	10.8
영업이익증가율	55.6	14.3	75.0	14.3
순이익증가율	62.5	7.7	78.6	12.0
EPS증가율	55.2	9.9	72.7	14.7
매출총이익률	45.2	40.0	51.4	54.7
영업이익률	33.3	29.1	38.9	42.7
당기순이익률	31.0	25.5	34.7	37.3

예상 현금흐름표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	12	20	27	32
당기순이익	13	14	25	28
감가상각비	4	8	9	10
기타	-5	-2	-7	-6
투자활동 현금흐름	-16	-11	-9	-10
- 자본적 지출(CAPEX)	-15	-11	-11	-12
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	-1	8	12
기초현금	20	16	15	24
기말현금	16	15	24	36

예상 재무상태표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	51	56	71	93
현금성자산	16	15	24	36
매출채권	18	21	25	30
재고자산	11	12	15	18
기타유동자산	6	8	7	9
비유동자산	70	85	96	109
투자자산	2	3	2	3
유형자산	56	67	79	91
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	14	14	14
자산총계	121	141	168	201
유동부채	21	26	24	25
매입채무	5	6	6	6
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	16	20	18	19
비유동부채	21	23	26	31
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	17	19	22	27
부채총계	41	48	51	56
지배주주지분(연결)	80	92	117	145
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	53	67	91	120
기타	-2	-4	-3	-4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	80	92	117	145

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	14.6	13.2	7.6	6.6
P/S (배)	4.5	3.4	2.6	2.5
P/B (배)	2.4	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA (배)	9.8	7.7	4.7	3.9
EPS (USD)	12.07	13.27	22.91	26.29
BPS (USD)	74.51	86.06	108.97	135.27
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	2.9	3.1	2.7
재고자산회전율 (회)	4.4	4.8	5.2	4.6
매입채무 회전율 (회)	6.8	6.0	5.9	5.8
ROA (%)	11.5	10.9	15.9	15.3
ROE (%)	17.6	16.5	23.5	21.5
ROIC (%)	17.3	16.1	23.2	22.3
부채비율 (배)	52.0	52.5	43.4	38.8
유동비율 (배)	245.0	216.3	293.8	366.8
순차입금/자기자본 (배)	-14.1	-12.8	-16.9	-22.2

자료: 퍼스트 솔라, 미래셋증권 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.