한화투자증권

2026년 2월 25일
해외기업분석

First Solar, Inc. (FSLR)

관세 불확실성 속 공급망 독립성 부각

▶Analyst 임해인 haein.lim@hanwha.com 3772-7799

Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: USD 276.13

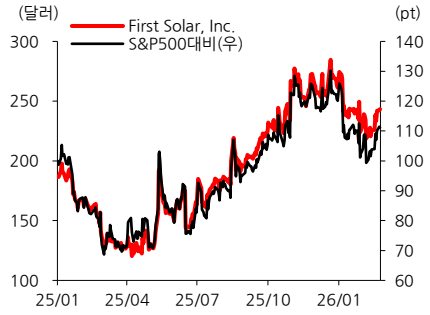
현재 주가(2/24, USD)	243.21
상승여력	▲13.5%
시가총액(백만 USD)	26,099
발행주식수(천주)	107,311
52 주 최고가 / 최저가(USD)	285.99 / 116.56
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	565.0
거래소	NASDAQ
국가명	UNITED STATES
티커	FSLR US EQUITY
산업	정보기술

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	-6.4	20.2	59.1
상대수익률(S&P500)	0.8	-9.2	13.7	43.9

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E
매출액	4,206	5,219	6,091	7,027
영업이익	1,394	1,597	2,541	3,290
EBITDA	1,818	2,362	3,126	3,913
지배주주순이익	1,292	1,528	2,377	3,016
EPS	12.02	14.21	22.39	29.11
순차입금	-1,074	-2,400	-3,105	-5,090
PER	13.9	17.6	10.9	8.4
PBR	2.4	2.9	2.2	1.8
EV/EBITDA	9.7	11.4	7.9	6.3
배당수익률	-	-	-	-
ROE	18.5	16.0	22.2	22.8

주가 추이



퍼스트솔라의 FY 4Q25 실적이 발표됐습니다. 매출은 예상을 상회했지만, 가이던스는 컨센서스 대비 부진해 주가는 시간 외 12.7% 내렸습니다. FY 2026년 예상 매출액은 50.5억 달러(YoY -3.2%)로 제시됐습니다. 미국 내 프로젝트의 연방 인허가 지연이 지속되고 있어, 인도 일정 불확실성을 고려해 보수적으로 가이던스를 산정한 영향입니다. 2월 24일, 미 상무부가 인도 등 주요 3개국 수입 태양광 부품에 대해 고율의 예비 상계관세를 부과함에 따라 미국 내 생산 비중이 높은 퍼스트솔라는 국내 가격 경쟁력을 확보했습니다. 중국 점유율이 높은 실리콘 기반 공급망에 의존하지 않는 박막 기술과 미국 내 전 공정 수직계열화 체제를 바탕으로, 발전사업자 고객의 IRA '국내 부품 비중' 요건 충족 측면에서 구조적 우위를 보유하고 있습니다. 공급망 효율화에 의한 단기적 수익성 부담이 예상되나, 중기적 성장 여력은 견고하다고 판단합니다.

FY 4Q25 분기 & 2025 연간 실적

퍼스트솔라의 FY 4Q25 매출액은 16.8억 달러(YoY +11.1%), EPS는 4.84 달러(YoY +32.6%)를 기록해 컨센서스를 각각 8.2% 상회, 6.2% 하회했다. 미국 생산 세액공제(Section 45X)의 혜택을 받는 미국산 모듈 판매 비중 확대가 매출 성장을 견인했다. Select Series 7 모듈과 관련해 5,000만 달러의 보증부채를 4분기에 반영했고, 루이지애나 신규 공장 램프업 비용 및 동남아 공장 유휴 비용 합산 2,900만 달러를 인식해 EPS에 하방 압력을 받았다. 연간 17.5GW의 모듈(YoY +23.7%)을 판매해 역대 최고치를 기록했고, 14억 달러 규모의 45X 세액 공제를 현금화해 유동성을 확보했다. 연말 수주잔고는 50.1GW를 기록했다.

FY 1Q26 & 2026 가이던스

퍼스트솔라는 FY 1Q26 모듈 판매량을 약 3.7GW(YoY +27.6%, vs. 컨센서스 4.1GW)로 예상했다. 2026년 가이던스는 중간값 기준 모듈 판매량 17.6GW(vs. 컨센서스 19.9GW), 매출액 50.5억 달러(YoY -3.2%, vs. 컨센서스 61.8억 달러), 매출총이익 25억 달러(YoY +17.9%, vs. 컨센서스 30.8억 달러), 조정 EBITDA 27억 달러(YoY +14.3%, vs. 컨센서스 30.9억 달러), CAPEX 9억 달러(YoY +3.4%, vs. 컨센서스 10.9억 달러)를 제시했다. 2026년 미국 예상 ASP는 와트당 30.8센트로, 기술력 강화를 반영해 수주잔고 대비 높게 책정됐다. 사우스캐롤라이나 공장이 2026년 4분기 가동 개시 예정으로, 연간 전세계 명목 생산 능력은 19GW에서 2027년 22.1GW까지 늘어날 것으로 전망했다.

지역별 사업 현황: 미국 중심 생산 확대 & 인도 내수 시장 공략 병행

퍼스트솔라의 매출 비중은 미국, 미국 외에서 각각 95.7%, 4.3%로 집계된다. 퍼스트솔라는 태양광 부품을 대부분 미국에서 생산함으로써 IRA Section 45X 생산 세액공제를 받는다. 퍼스트솔라의 고객인 발전사업자는 IRA의 투자세액공제 요건(미국산 부품 일정 비율 충족)을 달성해야 혜택을 받을 수 있기 때문에, 미국산 모듈에 대한 수요가 높다. 퍼스트솔라는 미국 루이지애나의 다섯 번째 공장 상업 생산을 개시해 생산 능력을 확충했으며, 2026년 국내 생산 물량은 이미 판매 전량이 할당됐다.

인도 시장은 2026년 1분기에 견조한 성장을 예상하고 있는데, 미국 대비 판매가는 낮지만 제조 비용이 저렴해 10% 후반에서 20% 초반대의 안정적 매출총이익률을 기록하고 있다. 관세 불확실성으로, 인도 공장 생산분은 인도 국내 시장 판매를 우선으로 한다. 퍼스트솔라는 인도 공장을 완전 가동 상태로 유지하면서 현지 수요에 따라 생산량을 조절할 계획이다.

동남아 시장은 관세 및 환경 변화로 약 20% 수준의 가동률로 운영되고 있다. 퍼스트솔라는 당장의 이익보다는 향후 수요 회복에 대비한 전략적 생산 여력으로 유지하고 있으며, 이로 인한 유휴 비용이 단기적으로 실적에 부담이 되고 있다. 2026년 가이던스는 유휴 시설 비용 1억 3,500만 달러를 포함해 산정됐다.

미 정부의 태양광 상계관세 부과 & IRA

2월 24일, 미국 상무부는 인도, 인도네시아, 라오스 3개국에서 생산된 결정질 실리콘 태양광 셀 및 모듈에 대해 예비 *상계관세를 부과한다고 발표했다. 이는 2025년 8월 미국 태양광 제조 연합의 청원으로 시작된 'Solar Four' 조사의 결과로, 상계관세율은 3개국 각각 125.87%, 104.38%, 80.67%로 산정됐다. 인도 및 인도네시아의 상계관세율은 제품 가격의 100%를 상회하는 수준으로, 사실상 해당 국가들로부터의 제품 수입이 어려워져 퍼스트솔라 등 미국 생산 기업의 가격 경쟁력 강화를 시사한다.

2025년 7월 OBBBA가 제정돼, 2032년까지로 넉넉했던 IRA 혜택 요건 충족 기간이 '2026년 7월 이전 착공(태양광 발전소) 또는 2027년 말까지 가동'으로 앞당겨졌다. 기한 내 프로젝트의 국내 부품 비중 요건 충족이 중요해진 상황에서, 퍼스트솔라는 CdTe 박막 기술과 미국 내 전 공정 수직계열화 체제를 바탕으로 구조적 우위를 확보하고 있다. CdTe 박막 기술은 실리콘 셀을 사용하지 않고 유리 기판 위에 반도체 물질(박막)을 직접 증착하는 방식으로 모듈을 완성한다. 중국 점유율이 압도적인 실리콘, 웨이퍼 시장에서 중국 공급망에 의존하지 않으며 공정 과정에서 수입산 부품이 섞일 우려가 적어 원산지 검증 부담이 낮음을 시사한다. 50.1GW의 수주잔고를 기반으로 수요 가시성이 확보된 상황에서, 중기적으로 미국 내 차별화된 기술과 공급망 독립성을 보유한 퍼스트솔라의 희소가치가 부각될 것으로 예상된다.

**상계관세: 국제 무역에서 공정한 경쟁을 저해하는 보조금 효과를 무력화하기 위한 관세. 각 국가의 보조금 요율이 곧 상계관세율로 책정*

매수 비율 71.4%, 평균 목표 주가 276.13 달러

최근 3개월 동안 퍼스트솔라에 대해 투자의견을 제시한 증권사는 34곳이다. 매수 비율은 71.4%이고, 평균 목표 주가는 276.13 달러다. 현재 주가 대비 13.5%의 상승 여력이 있다. 제시된 최고 목표 주가는 243.21 달러(상승 여력 +35.7%)다.

[표1] 컨센서스 대비 분기 실적 비교 (단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 4Q24	FY 3Q25	FY 4Q25	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,514	1,595	1,683	11.1	-99.3	1,555	8.2
영업이익	457	466	548	19.9	-95.7	575	-4.7
EPS	3.65	4.24	4.84	32.6	668.9	5.16	-6.2

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 연간 컨센서스 대비 가이던스 비교 (단위: 백만 달러, 달러, %, %p))

	FY 2025	FY 2026	YoY	컨센서스	차이
매출액	5,219	5,050	-3.2	6,091	-17.1
영업이익	2,362	2,700	14.3	3,126	-13.6
EPS	870	900	3.4	1,090	-17.4

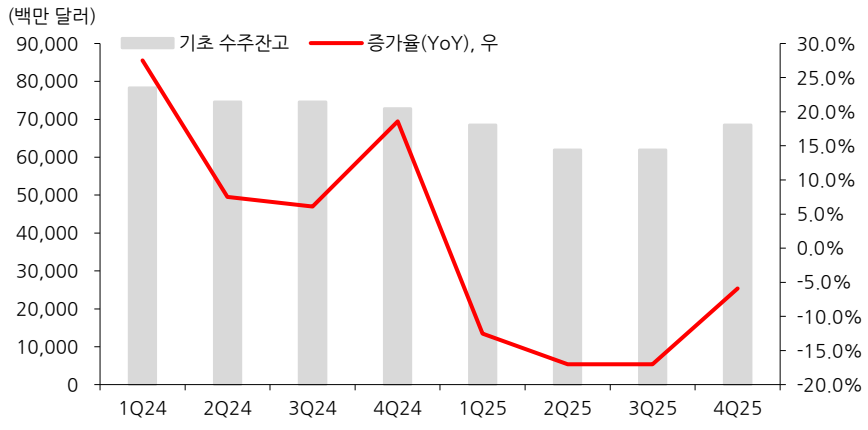
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 분기 실적 요약 및 컨센서스 (단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 1Q25	FY 2Q25	FY 3Q25	FY 4Q25	FY 1Q26(E)	FY 2Q26(E)	FY 3Q26(E)	FY 4Q26(E)
매출액	845	1,097	1,595	1,683	1,219	1,433	1,604	1,758
(YoY)	6.4	8.6	79.7	11.2	44.4	30.6	0.6	4.5
매출총이익	344	500	611	665	565	671	751	868
(YoY)	-0.5	0.3	36.2	17.2	64.2	34.3	23.0	30.4
매출총이익률	40.8	45.6	38.3	39.5	49.1	49.0	49.1	48.4
영업이익	221	362	466	548	491	602	689	788
(YoY)	-9.0	-2.9	44.8	20.0	122.0	66.4	47.8	43.7
영업이익률	26.2	33.0	29.2	32.6	40.6	41.5	43.4	42.5
EPS	1.95	3.18	4.24	4.84	4.30	5.15	6.01	6.92
(YoY)	-11.8	-2.2	45.7	32.6	120.6	61.9	41.7	43.0
PER	17.1	16.5	16.7	16.3	17.3	18.4	19.4	20.4
PBR	9.3	12.3	15.3	17.9	14.9	13.2	11.8	10.7
ROE	1.6	2.0	2.6	2.9	2.6	2.4	2.3	2.2

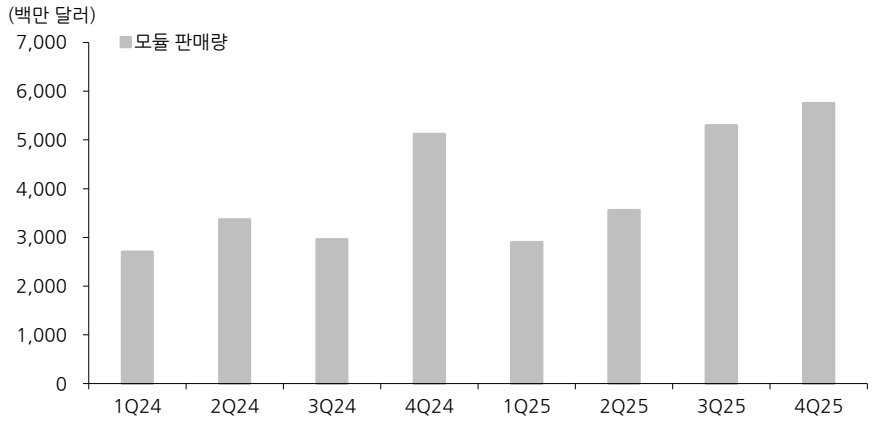
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 분기별 기초 수주잔고 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

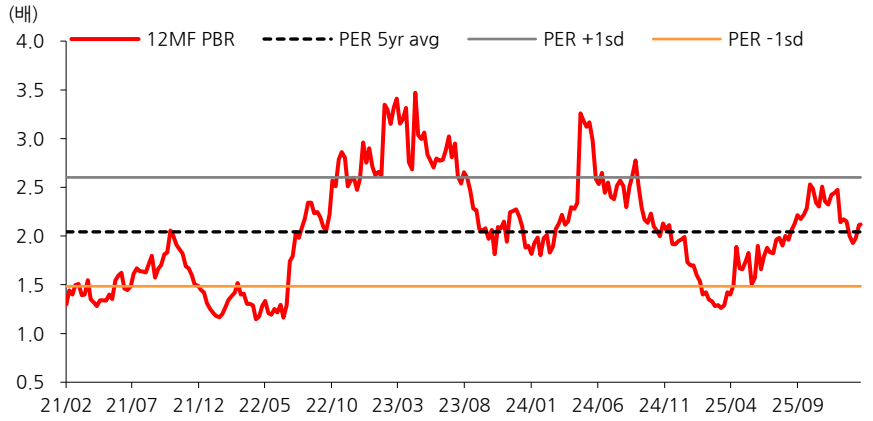
[그림2] 분기별 모듈 판매량 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 12 개월 선행 PBR(5 년): 평균과 표준편차

12개월 선행 PBR은 2.1배로
5년 평균(2.0배)보다 높다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 2 월 25 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (임해인)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0S%	100.0%