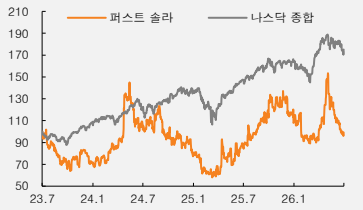
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.7.31

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**USD 265**
현재주가(26/7/30)	USD 206.01
상승여력	28.6%

나스닥 종합(p)	25,122.18
EPS 성장률(26F,%)	17.3
P/E(26F,x)	12.3
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	22.14
시가총액(조원)	32.10
상장주식수(백만주)	107.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	588.54
52주 최저가(USD)	174.73
52주 최고가(USD)	318.25

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.7	-8.7	15.0
상대주가	-8.9	-14.7	-3.3



[Energy Transition]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

FSLR US · 글로벌 태양광 · 미국

퍼스트 솔라

향후 실적 방향성은 Section 232에 달렸다

목표주가 265달러 및 매수 의견 유지

퍼스트솔라의 목표주가 265달러와 매수 의견을 유지한다. 하반기 실적은 시장 기대치 대비 못 미칠 것으로 예상하지만, 당사는 이미 5월 자료에서 눈높이를 낮춰두었기에 전망치 조정 폭은 1% 내외였다. 하반기에 주목해야 할 포인트는 1) Section 232, 2) 높은 실적 기대치 달성 여부다. Section 232는 발표 시점, 규제 방식 등 알려진 바가 많지 않아, 어떻게 발표되느냐에 따라 동사의 실적 방향성을 크게 좌우할 수 있는 요소다. 또한 비수기였던 상반기가 지나고, 성수기인 하반기에 진입하면서 당사가 연초부터 유지 중인 실적 가이던스를 충족할 수 있는지도 중요할 것이다.

2Q26 Review: 관세 환급 효과로 EPS 시장기대치 31% 상회

동사의 2Q26 매출액은 10.6억 달러로 컨센서스에 부합했고, EPS는 3.92달러로 컨센서스 2.99달러를 약 31% 상회했다. EPS의 컨센서스 상회 요인은 과거 관세 지급분에 대한 환급 예상액 약 8,860만 달러가 매출원가에서 차감된 효과가 대부분이었다. 2026년 2월 미국 연방대법원이 IEEPA 관세를 위법으로 판결했고, 관세 환급 예상액에서 고객 반환 의무를 차감한 순효과가 반영되었다. 이 외에도 AMPC(45X) 적격 모듈 비중 증가로 인한 세액공제 증가, 물류비 하락도 긍정적이었다. 다만, R&D 비용 및 동남아 저가동 비용 증가는 상쇄 요인이었다.

3Q26 Preview: 비용 증가로 인한 눈높이 소폭 하향 조정

동사의 3Q26 EPS는 4.33달러로 5.13달러를 16% 하회할 전망(가이던스 대비 보수적인 수치)이다. 미국 판매 비중 확대에 따른 45X 증가에도 불구하고, 1) R&D 비용 증가, 2) 동남아 공장 불확실성으로 인한 저가동 비용 반영, 3) 디젤 가격 상승으로 인한 트럭 운임 상승 때문이다.

여전히 가장 중요한 규제는 Section 232다. 중국 태양광 폴리실리콘 및 파생제품들에 대해 최소수입가격, 관세, 쿼터 등 다양한 규제 방식이 논의 중이며, 동사의 의도대로 규제가 발표될 경우, 신규 수주분에 대한 가격 상승이 기대된다. 하지만 발표 시점이 4월부터 지속적으로 지연된 바 있어, 동사 역시 현재 시장이 기대하는 발표 시점인 8월 초에 대한 확답을 주지는 못했다. 발표 이후에는 대기 중인 수주 물량의 계약 전환과 동남아 1.8GW 캐파에 대한 의사결정이 뒤따를 전망이다

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD 100mn)	42	52	49	62	62
영업이익 (USD 100mn)	14	16	17	17	32
영업이익률 (%)	33.3	30.8	34.7	27.4	51.6
순이익 (USD 100mn)	13	15	18	19	32
EPS	12.07	14.25	16.72	17.64	29.71
ROE (%)	17.6	17.4	17.4	15.7	21.8
P/E (배)	14.6	18.3	12.3	11.7	6.9
P/B (배)	2.4	2.9	2.0	1.7	1.4

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

표 1. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정 (USDmn, USD)

		1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	전체	1,044.2	1,056.2	1,267.9	1,554.8	1,345.5	1,366.8	1,458.6	1,481.6	5,219.5	4,923.1	5,652.5
	Series6	261.0	406.0	383.8	541.0	539.3	547.4	625.7	635.1	2,317.5	1,591.7	2,347.4
	Series7	783.5	676.4	884.1	1,013.8	806.3	819.5	832.9	846.5	2,606.2	3,357.8	3,305.2
영업이익	전체	345.3	450.4	441.3	489.6	601.5	664.9	701.6	735.2	1,596.8	1,726.6	2,703.1
	모듈	-109.2	-80.4	-98.0	-84.2	-41.1	-13.4	11.2	44.7	-353.5	-371.8	1.4
	AMPC	418.0	444.5	539.3	573.8	642.6	678.3	690.4	690.4	1,499.9	1,975.6	2,701.7
EPS	전체	3.22	3.92	4.33	4.86	5.74	6.26	6.50	6.73	14.21	16.33	25.23
	AMPC 제외	-0.66	-0.20	-0.67	-0.47	-0.22	-0.02	0.11	0.33	0.26	-2.01	0.20

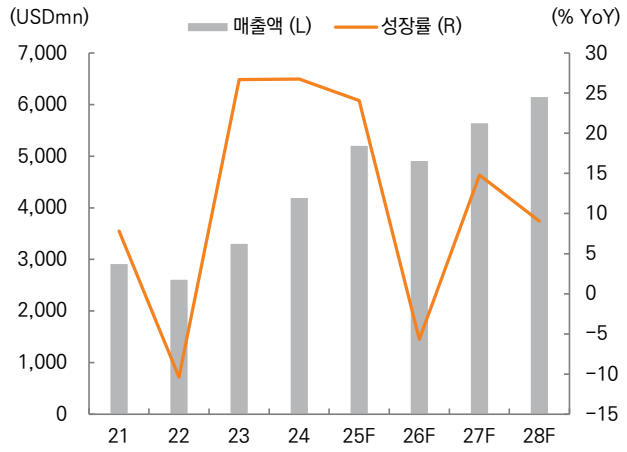
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경 (백만달러, 달러, %)

	변경전		변경후		조정 비율(%)	
	2Q26F	2026F	2Q26P	2026F	2Q26P	2026F
매출액	1,076	4,960	1,056	4,923	-1.8	-0.8
영업이익	373	1,738	450	1,727	20.9	-0.7
EPS	3.57	16.48	3.92	16.33	10.0	-0.9

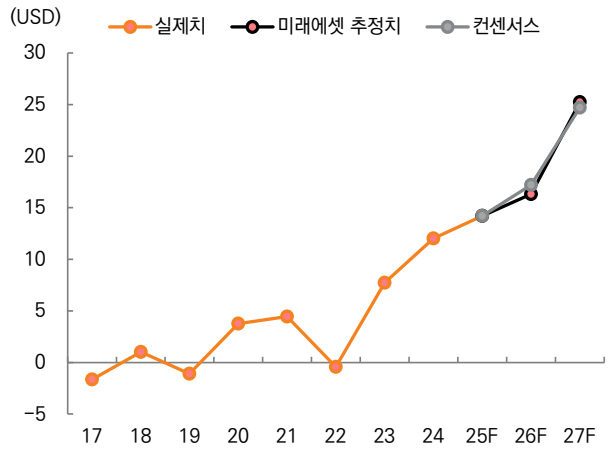
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망



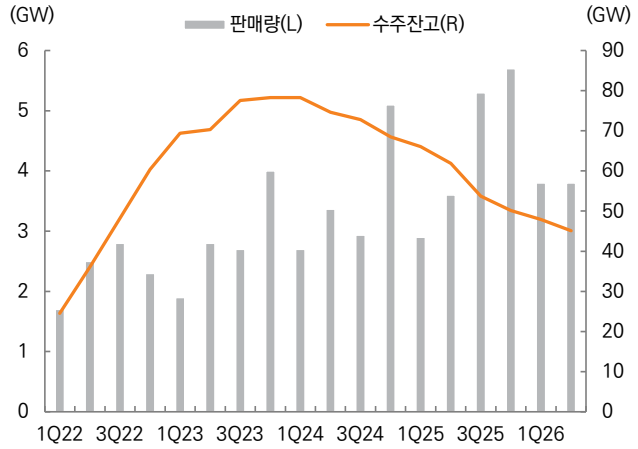
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망



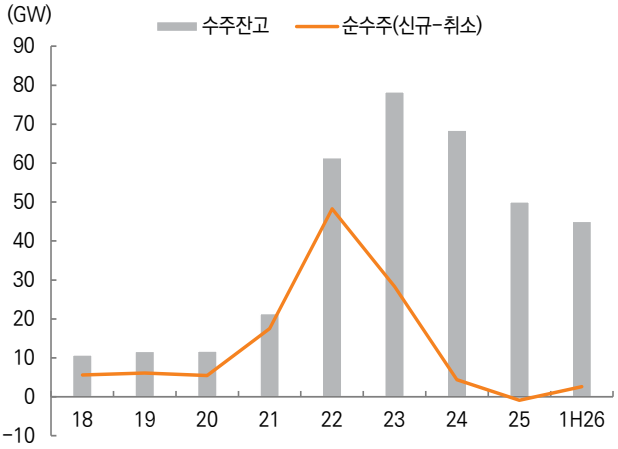
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 퍼스트솔라 분기별 판매량과 수주잔고 추이



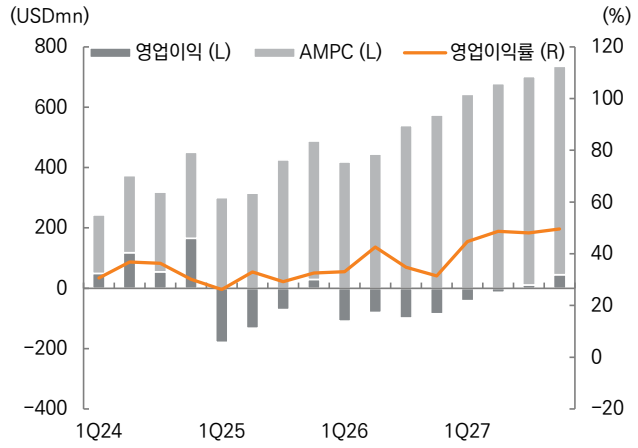
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 퍼스트 솔라 수주잔고 및 순수주 추이



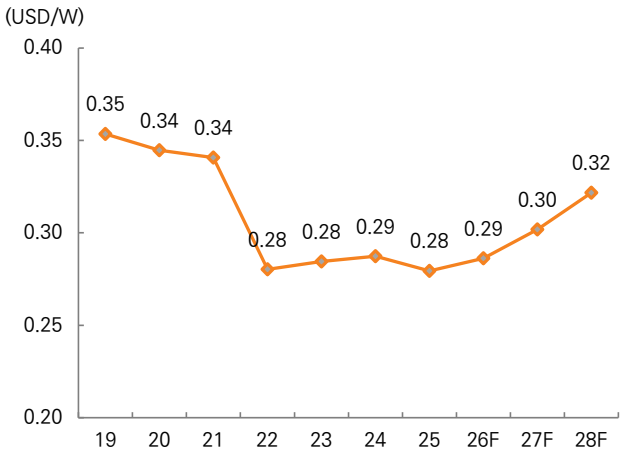
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 퍼스트솔라 영업이익 전망



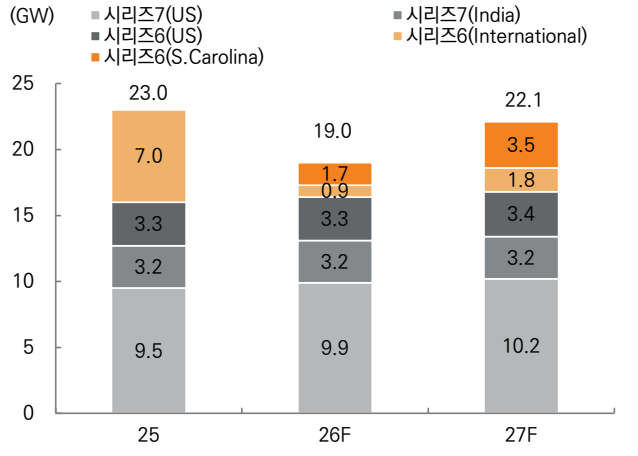
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



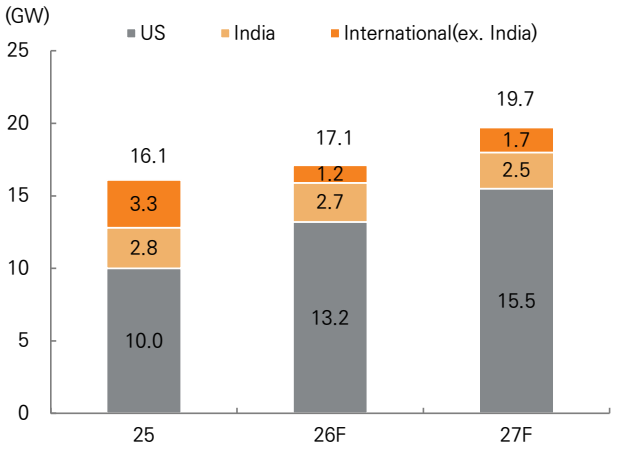
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 퍼스트솔라 제품별 생산능력(Capacity) 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 퍼스트솔라 생산량 전망



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스 콜 Q&A 요약

Q1. 최근 태양광 인버터 관련 정부 결정의 영향은?

미국 정부가 특정 국가(특히 중국) 과의존을 막으려는 기조의 연장선. 업계는 이미 인버터부터 배터리까지 국내 공급망 확보에 착수한 상태로, 단기적으로 설치 제약은 없을 전망. 현재 수입 중인 모델은 계속 반입 가능하나 향후 감시가 강화될 수 있음. 국내 제조업체에는 긍정적 시그널

Q2. Google Steel River 프로젝트의 수주 기여도와 하이퍼스케일러 수요는?

Cypress Creek 프로젝트(1단계 1.6GW, 2단계 2.5GW 예상 + 배터리 2GWh 이상)는 이미 수주잔고에 포함. 최근 몇 주간 발표된 3개 프로젝트(Cypress, Terra-Gen 1.44GW, Panamint 1GW) 합산 약 5GW 중 절반은 Google향으로 확인됐고, 나머지 2.5GW도 미국 최대 기업 중 하나(하이퍼스케일러 추정). 하이퍼스케일러 수요는 여전히 왕성.

Q3. Section 232 전망과 동남아 전략은?

Section 232는 최소수입가격, 관세, 쿼터 등 다양한 구조가 논의 중이며 USTR/상무부와 지속 소통 중으로 건설적 결과 기대. 7월 한 달에만 미국에서 약 2GW를 좋은 가격에 수주했고, 선행조건부 계약 2GW+, 연내 클로징 가능성 높은 협상 물량 2GW 존재. 동남아는 저가동에 따른 분기당 약 $30M의 비용(절반은 비현금)을 감수하며 Section 232 결과 대기 중. 총 7GW 중 3.5GW는 사우스캐롤라이나향 반제품 생산, 일부 장비는 페로브스카이트용으로 미국 이전. Section 232 확정에 따른 의사결정 대상은 완제품 캐파 약 1.8GW

Q4. Section 232에서 미국 내 셀 생산업체 대상 웨이버/쿼터가 허용되면 가격 상승 여력이 희석되는지?

100% 제한이 아닌 어떤 수정도 정책의 전략적 의도를 희석시킬 수 있으며, 규모 및 축소 일정에 따라 영향이 달라짐. 웨이버가 허용되어선 안 되며 허용되더라도 한시적이어야 함. Section 201 당시 양면형(bifacial) 면제가 제도를 사실상 무력화시킨 전례가 있어, 행정부도 이를 인지하고 있을 것. 국가안보 명분의 232에 면제/쿼터는 논리적으로 맞지 않음

Q5. 대기 수요 규모는? Section 232 통과 시, 동남아 물량은 완제품 수입인지 마감라인 확장인지?

정책 명확성을 기다리며 관망 중인 고객이 분명히 존재. 신규 수주에 현금성 담보를 요구하고 있는데 일부 고객은 담보 마련에 시간이 필요해 선행조건부 물량으로 남아있는 상황. ASP 상승 리스크를 알면서도 헤지 관점에서 대기하는 고객도 있음. 동남아 물량은 1) 완제품 수입(232 외 Section 301, 초과공급 관련 추가 조사 결과 등 전체 관세 환경에 좌우), 2) 반제품 수입 후 오하이오 기존 마감라인에서 처리(수백MW 수준의 제한적 증분만 가능), 3) 미국 내 신규 마감라인 건설(부지/전력 확보 및 건설 기간 필요, 가능성 낮으나 옵션 유지). 핵심은 공장을 풀캐파에 가깝게 돌릴 수 있는 구조 확보

Q5. 세이프하버가 이번 분기 수주에 미친 영향은? 동남아 의사결정 타임라인은?

동남아는 232 발표 후 곧 평가에 착수하되, 즉각적인 셧다운/풀가동 결정보다는 정책 이해와 고객들의 장기 오프테이크 의향 논의에 시간을 둘 예정. 1.9GW 수주 대부분은 7월(분기 마감 이후) 발생으로 7월 4일 세이프하버 기한과 무관하며, 고객 대부분은 인버터와 변압기로 세이프하버를 이미 확보. 6월 20일경 법원 판결로 이론상 모듈 세이프하버가 가능했으나 시점상 실기. 상반기 세이프하버 물량은 2029~2030년 커미셔닝 시점에 프로젝트 레벨의 엄격한 FEOC 요건을 충족해야 하는데, 이는 퍼스트솔라에 유리. 고객들이 세액공제(ITC/PTC) 리스크를 피하려 변경계약 등에 극도로 보수적으로 해석하는 경향도 국내산 제품 수요에 긍정적

Q6. Section 232 발표 시점이 8월인지, 가을 이후로 밀릴 가능성은?

행정부가 검토할 사안이 많아 시점에 대한 확신을 주기 어려움. 의사결정이 임박했음을 시사하는 회의들이 진행 중이라는 시그널은 받고 있으나, 8월 대 9월에 대한 확답은 불가. 시점보다 전략적 의도를 제대로 달성하는 형태로 시행되는 것이 중요하다는 입장

Q7. 미국 제조 원가 절감 기회와 공급망 전망은?

리쇼어링/데이터센터 건설로 철강, 알루미늄, 구리 등 원자재 압력이 큰 상황(은은 미사용으로 경쟁사 대비 유리). 연료비는 중동 정세로 일시적 상승, 전기요금도 부담. 대응 수단은 처리량 증대, 자동화를 통한 인건비 절감, 프레임 레일 재설계, 유리 두께 최적화 등. CuRe로 효율(와트)을 10~30W 높이면 와트당 원가(CPW) 개선과 고효율 에너지 특성에 따른 ASP 프리미엄이 동시에 가능. 재무 여력을 활용해 증설이 필요한 공급업체에 선급 지원하고 유리한 장기 가격을 확보하는 옵션도 검토. 페리스버그→서부 해안 육상 운송비가 아시아→미국 해상운임에 근접할 정도로 상승해 공장 간 물류 최적화 진행 중

Q8. 현재 재무 여력으로 M&A는 무엇을 타겟하는지?

M&A는 오랜 검토 항목이나 그간 실행은 제한적. 확장 가능 영역은 기술 및 기술 인접 분야. 기업 인수, 팀 영입, IP 매입 등 페로브스카이트를 포함한 기술 전환을 가속할 수 있는 것들. 고효율 대량 중앙집중식 제조 역량을 활용할 수 있는 인접 제품군도 검토하되, 경쟁환경(대부분 중국 경쟁사), 시장 구조, 정책 환경을 종합해 규율 있게 접근할 방침. 과거보다 M&A에 더 열려 있는 상태

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**52**	**49**	**62**	**62**
매출원가	**31**	**27**	**38**	**23**
매출총이익	**21**	**22**	**24**	**39**
판매비와관리비	**5**	**5**	**7**	**6**
영업이익	**16**	**17**	**17**	**32**
비영업손익	**0**	**1**	**3**	**1**
금융손익	0	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	0	2	-1
법인세차감전순이익	16	18	20	33
법인세	1	1	1	1
당기순이익	**15**	**18**	**19**	**32**
지배주주	15	18	19	32
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	23.8	-5.8	26.5	0.0
매출총이익증가율	10.5	4.8	9.1	62.5
영업이익증가율	14.3	6.3	0.0	88.2
순이익증가율	15.4	20.0	5.6	68.4
EPS증가율	18.0	17.3	5.5	68.4
매출총이익률	40.4	44.9	38.7	62.9
영업이익률	30.8	34.7	27.4	51.6
당기순이익률	28.8	36.7	30.6	51.6

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**60**	**66**	**76**	**100**
현금성자산	28	34	41	65
매출채권	19	19	21	21
재고자산	7	7	8	8
기타유동자산	6	6	6	6
비유동자산	**73**	**84**	**93**	**101**
투자자산	2	2	2	2
유형자산	59	65	74	82
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	16	16	16
자산총계	**133**	**150**	**169**	**201**
유동부채	**23**	**21**	**21**	**21**
매입채무	4	4	4	4
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	19	17	17	17
비유동부채	**15**	**17**	**17**	**17**
장기금융부채	4	3	3	3
기타비유동부채	11	14	14	14
부채총계	**38**	**38**	**38**	**38**
지배주주지분(연결)	**95**	**112**	**131**	**162**
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	68	86	105	137
기타	-2	-3	-3	-4
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**95**	**112**	**131**	**162**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**21**	**22**	**23**	**39**
당기순이익	15	18	19	32
감가상각비	5	8	9	9
기타	1	-4	-5	-2
투자활동 현금흐름	**-8**	**-7**	**-7**	**-6**
- 자본적 지출(CAPEX)	-9	-8	-9	-8
기타	1	1	2	2
재무활동 현금흐름	**-1**	**-1**	**0**	**0**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
기타	0	0	0	0
현금의 증감	12	6	7	24
기초현금	16	28	34	41
기말현금	28	34	41	65

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	18.3	12.3	11.7	6.9
P/S (배)	5.4	4.5	3.6	3.6
P/B (배)	2.9	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA (배)	10.2	8.3	7.8	4.4
EPS	14.25	16.72	17.64	29.71
BPS	88.88	103.86	121.50	151.21
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	2.5	3.1	2.9
재고자산회전율 (회)	5.7	6.7	8.0	7.6
매입채무 회전율 (회)	7.0	6.9	10.2	6.1
ROA (%)	12.0	12.7	11.9	17.3
ROE (%)	17.4	17.4	15.7	21.8
ROIC (%)	19.2	19.4	17.1	28.7
부채비율 (배)	39.7	34.3	29.3	23.6
유동비율 (배)	267.5	319.2	367.2	476.6
순차입금/자기자본 (배)	-23.9	-26.3	-27.7	-37.0

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.