



퍼스트솔라 (FSLR.US)

내러티브 소외로 저평가된 미국 태양광 대표주

- 2026년 과도기적 비용 반영에 따른 가이드언스 하회 및 주가 조정
- AI-데이터센터 내러티브 소외로 심화된 역사적 저점 수준의 밸류에이션
- 독보적 비-중국 공급망 해자와 기술 전환 기반의 중장기 성장성 유효

Q4FY25 실적: 시장에 기대치에 다소 못 미친 결과

분기 매출액은 16.8 억 달러(+11.1% YoY)로 시장 기대치를 상회했으나, 회석 EPS 는 4.84 달러(+32.6% YoY)로 다소 하회하는 모습을 보였다. 매출총이익률은 전년 대비 2%p 상승한 40%를 기록했는데, 이는 루이지애나 공장의 상업 생산 개시에 따른 스타트업 비용 감소와 미국 내 제조 비중 확대에 의한 45X 세액공제(AMPC) 혜택 극대화가 주요 동력으로 작용했다.

실적 발표 이후 주가는 하락하는 모습을 보였는데 이는 2026 년 연간 EBITDA 가이드언스가 컨센서스를 하회한 점과 기말 수주 잔고(50.1GW)가 전년동기(68.5GW) 대비 27%가량 하회한 점 등이 성장 가시성을 약화시키면서 주가의 하방 요인으로 작용했기 때문으로 판단된다. 다만 2.3GW 의 신규 수주 물량 중, 미국 유틸리티 시장 수주분(1GW)의 평균 판매 단가(ASP)가 와트당 0.364 달러로, 총 수주잔고 평균(0.30 달러)를 상회하여 향후 이익의 질적 개선이 이뤄질 수 있다는 가능성을 제시했다.

밸류에이션: 다시 저평가 구간에 진입

FSLR 의 12M Fwd PER 은 11.2 배 수준으로, 섹터 중앙값(22.3 배) 및 과거 5 년 평균(18.6 배)을 하회하는 저평가 국면에 진입했다. AMPC 를 포함한 IRA 보조금 혜택이 2029 년까지 지속되며 높은 마진율을 견인할 것이라는 가시성을 고려할 때, 현 주가는 정책 수혜 가치를 충분히 반영하지 못한 상황이라 판단된다.

Solar 4 반덤핑 조사 및 FEOC 규정 강화 등 정책적 불확실성이 실질적으로는 동사의 '비-중국 공급망' 가치를 높여주는 유리한 환경임에도 불구하고, 시장의 심리적 불안감과 멀티플 위축은 단기 변동성 요인으로 남아 있다. 특히 최근 우주 데이터센터 등 테마가 섹터 전반의 멀티플 상향을 이끌고 있음에도, 유틸리티 스케일 중심의 동사가 관련 수혜에서 상대적으로 소외되고 있다는 점이 주가 상향 흐름을 제약하는 원인 중 하나로 분석된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.03.02): \$199.86
 목표주가 컨센서스: \$251.91

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
60%	36%	5%

Stock Data

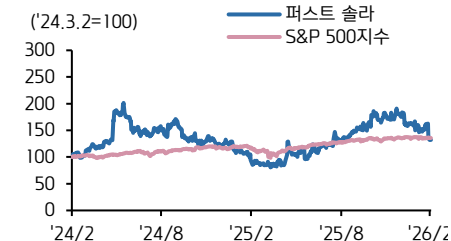
산업분류	반도체 & 반도체 장비
S&P 500 (03/03)	6,881.62
현재주가/목표주가	199.86 / 251.91
52주 최고/최저 (\$)	285.99 / 116.56
시가총액 (백만\$)	21,447
유통주식 수 (백만)	107
일평균거래량 (3M)	2,422,702

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	4,206	5,219	5,435	6,282
영업이익	1,818	2,362	2,673	3,403
OPM(%)	43.2	45.3	49.2	54.2
순이익	1,292	1,528	2,009	2,668
EPS	12.02	14.21	19.13	25.06
증가율(%)	55.3	18.2	34.6	31.0
PER(배)	13.9	17.6	10.3	7.9
PBR(배)	2.4	2.9	1.9	1.5
ROE(%)	17.6	17.4	18.6	19.9
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-23.5	-13.3	2.1	46.8
S&P Index	0.5	-1.4	7.3	15.6



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치 주) Non-GAAP 기준

주가 흐름 코멘트: 정책 수혜를 가린 내러티브 소외

FSLR 의 주가는 현재 약 197 달러(-24.5% YTD)선으로 2025 년 고점(286 달러) 대비 약 30% 하회하고 있으며, 이는 태양광 섹터 대표 ETF 인 TAN(+11.0% YTD)의 흐름과 대비되는 부진한 모습이다. 우리는 이러한 부진의 원인을 다음과 같은 세 가지 관점에서 분석한다.

(데이터센터용 전력 공급 내러티브에서의 소외) 유틸리티급 태양광 수요는 NEE 등 EPC 업체의 수주 잔고나 ENPH 의 주거용 수요 바닥 확인을 통해 견조함이 증명되고 있다. 그러나 최근 시장의 핵심 동력인 데이터센터 전력 공급 테마에서 가스터빈(GEV)이나 연료전지(BE)가 주도권을 잡으면서, 상대적으로 '에너지 밀도'와 '즉각적 공급' 측면에서 약점을 가진 유틸리티 태양광은 소외되고 있다. 특히 FSLR 은 이미 50GW 의 거대한 백로그를 확보하고 있어, 새로운 하이퍼스케일러 수요에 즉각 대응할 수 있는 여유 CAPA 가 부족하다는 점이 오히려 독으로 작용하고 있다.

(‘머스크 리스크’와 기술적 고립) 일론 머스크의 태양광 모듈 100GW 생산 계획 발표 시 진코솔라(JKS) 등 결정질 실리콘(c-Si) 업체들 위주로 협의가 진행된 점은 FSLR 에 부정적인センチ먼트를 형성했다. 시장은 이를 '우주/차세대 태양광' 테마에서의 소외로 해석했으나, 이는 FSLR 의 독자적인 박막(Thin-film) 노선에 따른 기술적 차이 때문으로 보인다. 경영진은 테슬라의 계획이 '자가 소비용'에 그칠 것으로 보고 있으며, 유틸리티 시장에서 FSLR 과 직접적인 경쟁 관계를 형성하지는 않을 것으로 판단하고 있으나, 시장은 테슬라 생태계 편입에 따른 멀티플 리레이팅 기회를 놓친 점에 더 주목하고 있다.

(보수적 가이던스와 미국 생산 이전의 과도기적 비용) 2026 년 가이던스가 시장 기대치를 하회한 주원인은 동남아시아 공장의 저율 가동에 따른 유헴 비용과 미국 내 완제품 생산 라인 이전에 따른 물류/관세 부담(12.5~13.5 억 달러) 때문이다. 또한 Adjusted EBITDA 의 약 80%가 45X 세액 공제에 의존하고 있다는 점은 실질적인 '제조 경쟁력'에 대한 의구심을 자극하며 멀티플 상단을 제한하고 있다.

투자 포인트: AI 인프라 확장의 핵심 병목 해결사

(정책적 해자와 비-중국 공급망의 희소성) FSLR 는 중국의 결정질 실리콘(c-Si) 공급망에 의존하지 않는 유일한 대형 태양광 모듈 제조사다. 최근 라오스, 인도, 인도네시아산 수입품에 대해 81~126%에 달하는 높은 예비 상계관세(CVD)가 부과된 'Solar 4' 조사는 경쟁사들의 비용 부담을 극대화하는 반면, 동사의 시장 지배력을 강화하는 계기가 되었다. 또한 10 개의 해외 제조사를 상대로 제기한 TOPCon 특허 침해 조사 요청은 기술적 진입장벽을 법적으로 요새화하려는 전략적 행보로 평가된다. 이러한 정책적 환경은 단순한 보조금 수혜를 넘어 경쟁사들의 미국 시장 진입을 실질적으로 차단하는 강력한 경제적 해자로 작용하고 있다.

(CuRe 기술 전환을 통한 이익의 질적 개선과 ASP 프리미엄) 4 분기 신규 수주 중 미국 유틸리티 물량의 평균 판매 단가(ASP)가 와트당 0.364 달러를 기록하며 전체 잔고 평균(0.30 달러)을 상회한 점은 긍정적인 신호로 해석된다. 이는 다음 달부터 본격화될 CuRe(구리 대체) 기술 도입이 단순히 공정 개선에 그치지 않고, 결정질 실리콘 대비 최대 8% 더 높은 생애 에너지 수율을 제공함으로써 실질적인 가격 프리미엄을 정당화하고 있음을 보여준다. 또한, 2026 년 가이드언스에 반영된 210~219 억 달러 규모의 45X 세액 공제는 생산량 확대와 맞물려 현금 흐름의 가시성을 담보하며, 향후 고효율 페로브스카이트(Perovskite)로의 로드맵 전환을 위한 재원이 될 것으로 판단한다.

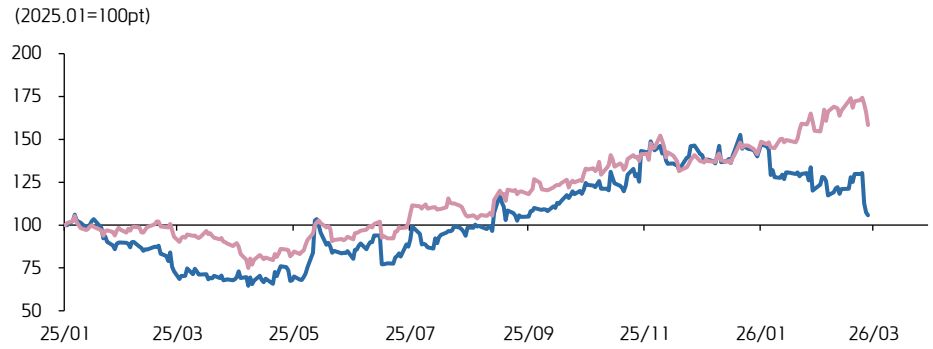
(멀티플 부담 해소와 주주환원 기대감) 현재 동사의 12M Fwd PER 은 11.2 배 수준으로 섹터 중앙값(22.3 배) 및 과거 5 년 평균(18.6 배) 대비 저평가 구간에 머물러 있다. 이는 시장이 2026 년 가이드언스 하향과 수주잔고의 양적 감소에 다소 과도하게 반응했음을 시사한다. 하지만 루이지애나와 사우스캐롤라이나 등 미국 내 생산 설비 확충이 완료되는 시점부터는 규모의 경제를 통한 이익 회복이 가시화될 전망이며, 특히 경영진이 대규모 설비투자 사이클이 마무리되는 하반기부터 자사주 매입 등 주주환원 정책을 검토하겠다고 밝힌 점은 멀티플 리레이팅의 강력한 촉매제가 될 수 있다고 판단한다. 또한 동사가 보유한 순현금(24 억 달러)은 주가의 하방 경직성을 확보해주는 요인이다.

리스크 요인: 높은 정책 의존도와 운영 효율 저하에 따른 실적 변동성

FSLR 의 가장 큰 잠재적 리스크는 Section 45X 세액 공제에 대한 과도한 이익 의존도이다. 2026 년 예상 Adjusted EBITDA 의 약 80% 이상이 IRA 보조금에서 발생한다는 점은 향후 미국 내 정치적 지형 변화나 입법적 수정이 가해질 경우 수익 구조가 근본적으로 위협받을 수 있음을 의미한다. 또한 관세 환경 변화에 대응하기 위해 동남아시아(말레이시아, 베트남) 생산 시설을 20% 미만의 저율 가동 상태로 유지하면서 발생하는 연간 1.35 억 달러의 유헴 비용은 단기적 마진 개선을 저해하는 직접적 원인이다.

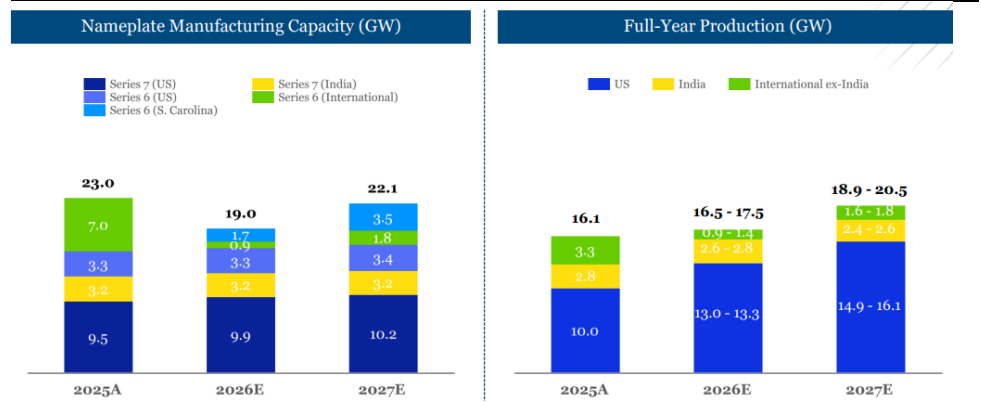
추가로 미국 내 유리 공급 부족은 등 공급망 제약으로 인한 물류비 상승과 차세대 기술인 CuRe 전환 과정에서의 일시적 가동 중단 등은 경영진이 제시한 장기 이익 로드맵 실현 과정에서 예상치 못한 실적 노이즈를 발생시킬 수 있는 변수이다. 마지막으로, 유틸리티 스케일 위주의 사업 구조로 인해 최근 시장의 중심인 하이퍼스케일러 데이터센터향 전력 공급 테마에서 소외될 경우, 섹터 내 타 종목 대비 멀티플 회복 속도가 더뎠을 수 있는 위험이 존재한다.

FSLR vs. TAN 주가 흐름



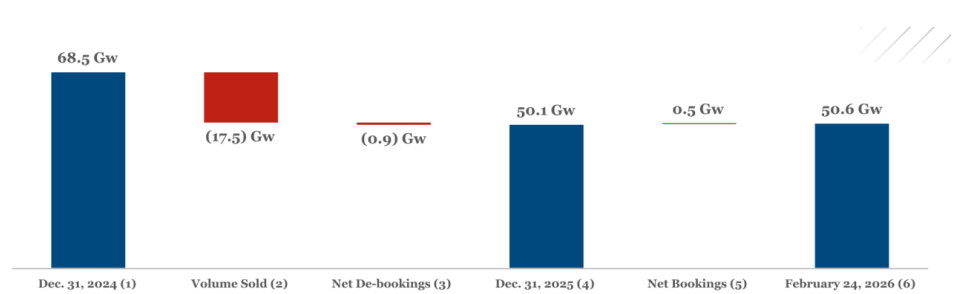
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 가이던스 하방 요인: 동남아 가동률 조정에 따른 유허 비용 및 과도기적 손실



자료: 퍼스트솔라, 키움증권 리서치

퍼스트솔라 태양광 모듈 수주잔고 변화



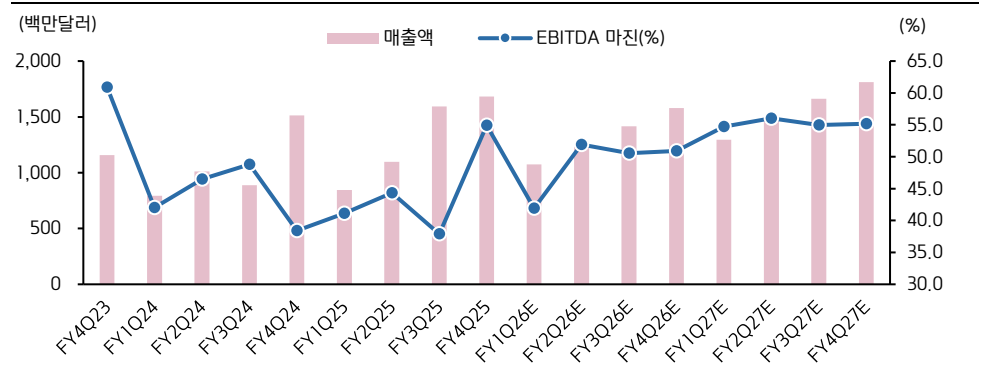
자료: 퍼스트솔라, 키움증권 리서치

퍼스트솔라 향후 실적 컨센서스 표

구분 (백만 USD)	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	FY26Q1	YoY 성장률	FY26Q2	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	1,074	27.2%	1,235	12.6%	5,435	4.1%	6,282	15.6%
EBITDA	450	29.7%	641	31.9%	2,673	13.2%	3,403	27.3%
EBITDA 마진(%)	41.9	0.8	51.9	7.6	49.2	3.9	54.2	5.0
순이익	299	42.6%	447	30.6%	2,009	31.4%	2,668	32.8%
EPS (USD)	3.24	66.1%	4.46	40.2%	19.13	34.6%	25.06	31.0%

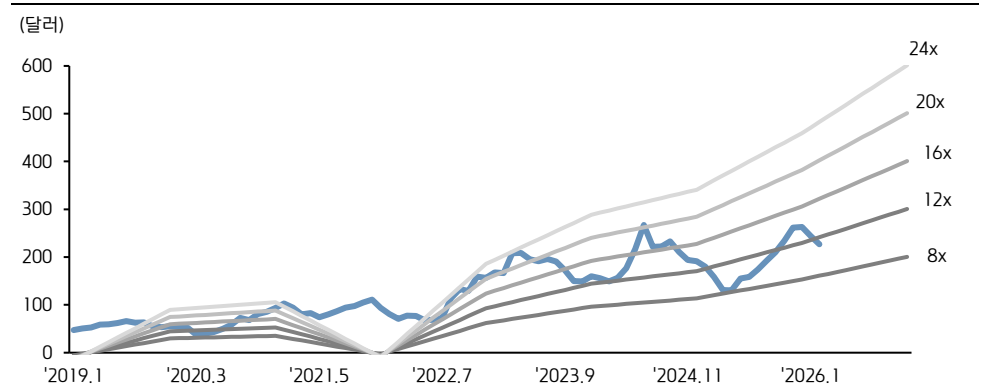
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-03-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-03-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-03-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 상세실적표

(백만 달러)	FY4Q24	FY3Q25	FY4Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	1,514	1,595	1,683	11.1	5.5
매출원가	946	984	1,017	7.5	3.4
매출총이익	568	611	665	17.2	8.9
영업비용	111	145	117	5.9	-18.9
연구개발비	47	61	66		
판매관리비	50	47	51		
기타영업비용	15	37	1		
영업이익 (손실)	457	466	548	19.9	17.5
순이자비용	-4	-9	-16		
외환 (이익) 손실	7	9	8		
기타 영업외 (이익) 손실	7	6	4		
세전이익	446	460	551	23.5	19.8
법인세 비용(수익)	53	4	31		
순이익	393	456	521	32.5	14.3
비정상손익	14	29	1		
보통주 귀속 순이익	407	485	522	28.2	7.5
희석 EPS(달러/주)	3.65	4.24	4.84	32.6	14.2
희석가중평균주수	108	108	108	0.1	0.2
주요 영업데이터 [Non-GAAP]					
GPM(%)	37	38	40	2.1	1.3
CAPEX	-314	-204	-172	-45.2	-15.8
FCF	498	1,070	1,070	115.1	0.1
태양광 모듈 생산량(MW)	4,299	3,555	4,325	0.6	21.7
태양광 모듈 기말 수주잔고(MW)	68,500	53,700	50,100	-26.9	-6.7
기초 수주잔고	72,800	61,900	68,500		
모듈 출하	5,122	5,295	5,777		
수주	900	2,800	-3,900		

자료: 퍼스트솔라, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.