

퍼스트솔라 (FSLR)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

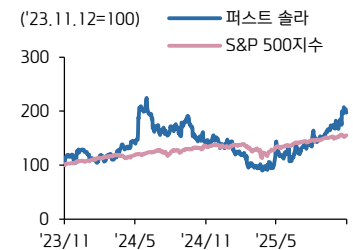
블룸버그 목표주가	USD 271.68
현재 주가 (11/12)	USD 264.15

Stock Data

산업분류	신재생에너지
세부업종	재생에너지 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,846.61
시가총액(min)	28,345.4
유통주식수(min)	107.3
52주 최고	281.55
52주 최저	116.56
일평균거래량	2,663,070

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	49.9	16.9	87.8	36.3
S&P 500	16.4	4.5	21.0	14.1



◆ **기업 개요:** 퍼스트솔라는 미국 기반 박막(Thin-Film)형 태양광 모듈 제조업체로 CdTe(카드뮴 텔루라이드) 기술을 핵심으로 함. 글로벌 주요 모듈 제조사 중 본사와 핵심 생산시설을 모두 미국 내에 보유한 유일한 기업으로 IRA·FEOC 등 보호무역 정책의 직접적 수혜 대상. 미국(10.6GW), 베트남·말레이시아(7.4GW), 인도(3.5GW)에 생산기지를 보유하고 2026년까지 미국 내 생산능력을 25GW로 확대 예정

◆ **투자 포인트:** 1) 기술 경쟁력: CdTe 박막 모듈은 폴리실리콘 기반 c-Si 대비 반도체 소재 사용량이 1~2% 수준이며 중국 중심 밸류체인으로부터 독립적 공급 구조 확보. 고온·저광 환경에서도 발전 효율이 높아 실제 발전량(kWh/W) 기준 c-Si 대비 4~6% 우위. 제조공정 단순화 및 원재료 절감 효과로 원가경쟁력 우수. 2) IRA 세액공제 수혜: 미국 내 전 공정을 수행하는 유일한 대형 모듈 제조사로 AMPC(첨단제조 생산세액 공제, 45X) 최대 단가(\$0.17/W)를 적용 받음. 세액공제가 매출원가 절감 효과로 반영되어 영업이익률 개선과 현금창출력 확대에 기여 중이며, 2030년 단계적 폐지 전까지 안정적 마진 유지 가능. 3) 확고한 수주잔고 및 ASP 상승 여력: FY3Q25 기준 수주잔고 54.5GW를 확보했으며, 대부분 북미 대형 유틸리티 및 IPP 대상 장기 공급계약 중심. FEOC(해외우려기업) 가이드라인 및 미국 무역확장법 Section 232(국가안보 기반 수입규제) 명확화 시 미국 국내 모듈의 정책 프리미엄 반영을 통한 ASP 인상 가능성 존재

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 매출 15.9억달러(+45% QoQ)로 컨센서스 소폭 상회, GPM 38.3%로 전분기(45.6%) 대비 하락했으나, 동남아 감소 등에 따른 일시적 영향. FCF 10.7억달러, 순현금 20.5억 달러로 재무안정성 양호. 2027년 가동 예정인 3.7GW 규모의 미국 신규 생산라인이 세액공제(AMPC) 및 물류비 절감 효과를 통해 중장기 마진 개선에 기여할 전망. 12개월 선행 PER 18.3배로 섹터 중앙값(25배) 대비 할인 거래 중이며, 정책 수혜와 미국 내 생산 확대를 감안할 때 밸류에이션 매력 유호

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	3,319	4,206	5,097	6,139
영업이익	857	1,394	1,630	2,579
영업이익률 (%)	25.8	33.2	32.0	42.0
순이익	831	1,292	1,566	2,410
EPS	7.74	12.02	14.58	22.58
증가율	-1987.8	55.3	21.3	54.9
PER	20.4	13.9	18.1	11.7
PBR	2.8	2.4	3.0	2.4
ROE	13.3	17.6	18.0	22.7
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

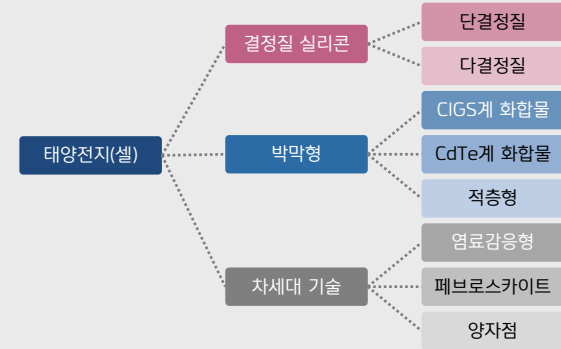
주: 컨센서스는 2025.11.12 블룸버그 기준, GAAP 기준



◆ 박막형 모듈을 기반으로 한 경쟁력 보유

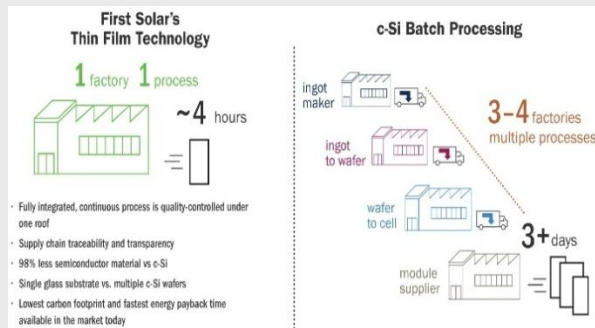
- 박막형 모듈은 결정질 실리콘(c-Si) 대비 효율은 다소 낮지만, 잉곳·웨이퍼 단계를 생략해 생산공정이 단순하고 공급망이 일체화되어 있음
- 또한 반도체 물질의 사용 역시 c-Si의 1~2% 수준에 불과해 제조원가가 낮고 고온·저광 환경에서도 출력 저하가 적어 CAPEX·OPEX 절감 효과 보유
- 퍼스트솔라는 현재 CdTe 박막 기술의 효율·내구성·비용 경쟁력 강화를 위해 기존 CdTe 기술 고도화, 페로브스카이트 (Perovskite) 차세대 반도체 개발, 박막 탠덤(Tandem) 구조 상용화를 추진 중

태양광 모듈을 구성하는 태양전지(셀) 종류



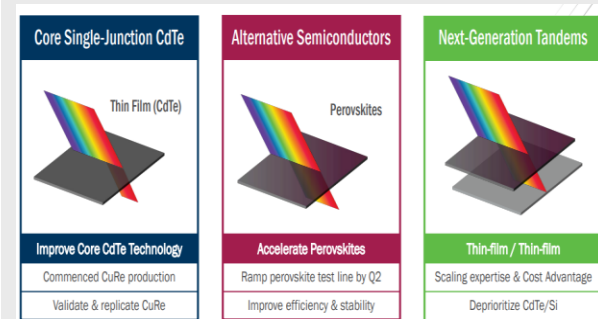
자료: 한국IR협의회, 키움증권 리서치

단순한 공정 구조로 리드타임과 비용 절감



자료: First Solar, 키움증권 리서치

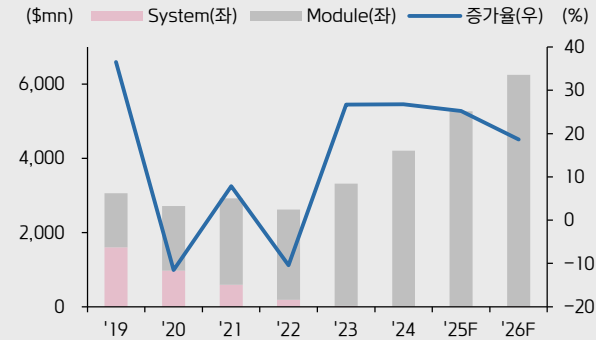
3대 기술전략 : CdTe 고도화·페로브스카이트·박막탠덤



자료: First Solar, 키움증권 리서치

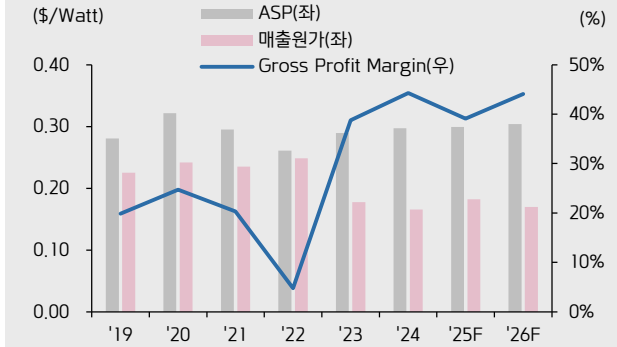


FSLR 매출액 및 증가율 추이



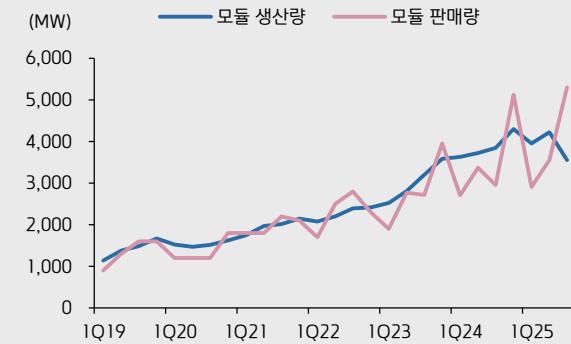
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FSLR 평균판매단가(ASP) 및 평균매출원가



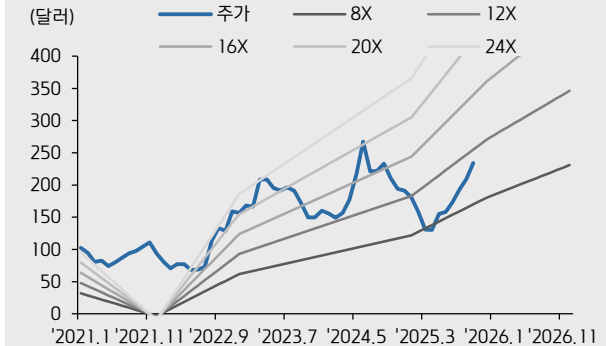
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: ASP = 연도별 모듈 출하량/모듈 매출액

FSLR 분기별 모듈 생산량 및 출하량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

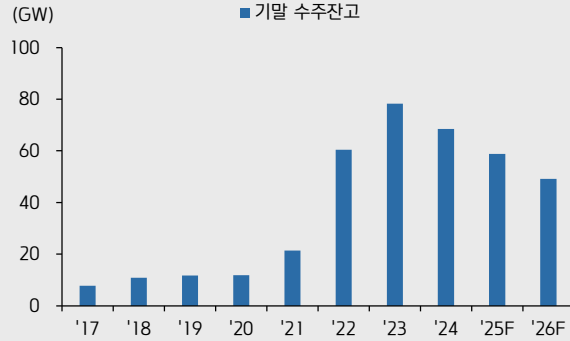
FSLR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

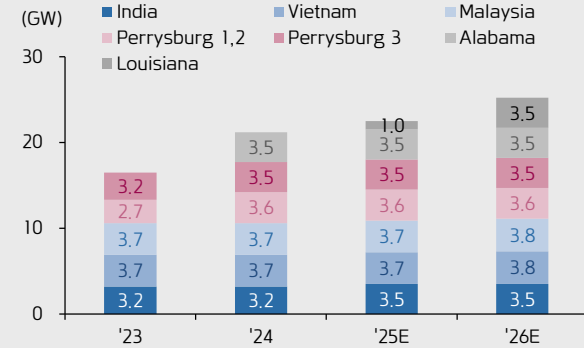


FSLR 연도별 기말 수주잔고



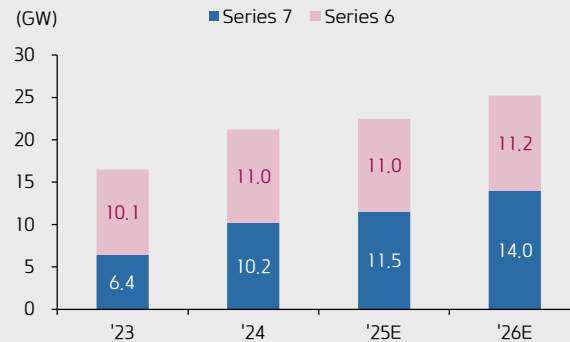
자료: First Solar, 키움증권 리서치센터

FSLR 지역별 생산 CAPA



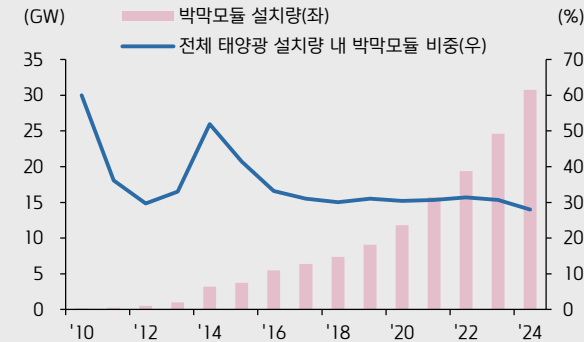
자료: First Solar, 키움증권 리서치센터

FSLR 제품별 생산 CAPA



자료: First Solar, 키움증권 리서치센터

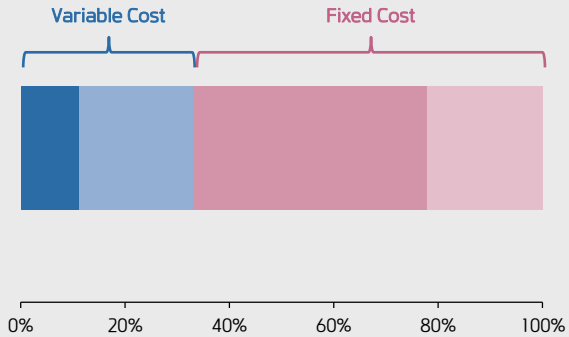
미국 박막(Thin-Film) 모듈 설치량 및 비중 추이



자료: Lawrence Berkeley National Laboratory, 키움증권 리서치

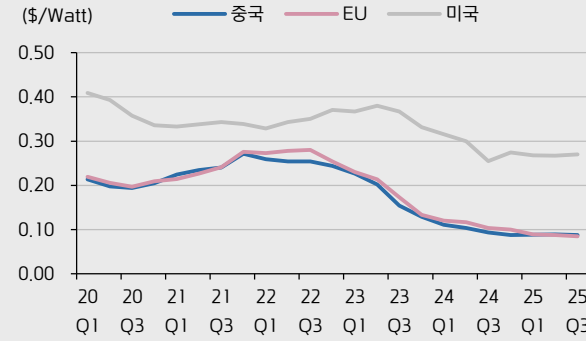


FSLR CdTe 모듈 원가 구조



자료: First Solar, 키움증권 리서치센터

지역별 태양광 모듈 가격 추이



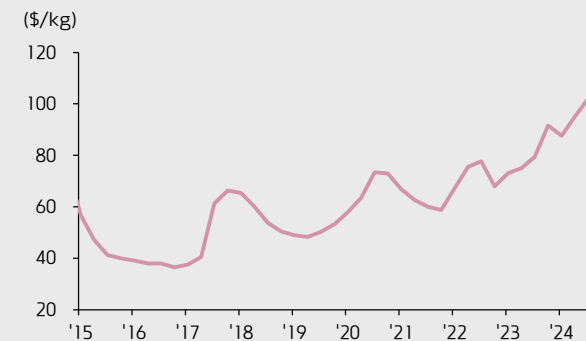
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 Flat Glass 가격 추이



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

유럽 텔루륨 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

퍼스트솔라 (FSLR)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	2,711	2,923	2,619	3,319	4,206
매출원가	2,031	2,193	2,549	2,018	2,348
매출총이익, GAAP	681	730	70	1,301	1,858
판매비	223	170	165	198	188
연구개발비	94	99	113	152	191
영업이익, GAAP	317	587	-27	857	1,394
영업외 (이익)손실	24	15	-36	-34	-12
세전이익, GAAP	293	572	9	891	1,406
법인세비용	-107	103	53	61	114
당기순이익, GAAP	398	469	-44	831	1,292
EPS, GAAP	3.76	4.41	-0.41	7.78	12.07
희석 EPS, GAAP	3.73	4.38	-0.41	7.74	12.02
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	398	469	-44	831	1,292
EBITDA	381	847	242	1,165	1,818

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	37	238	873	602	1,218
감가상각비, 무형자산상각비	233	260	270	308	423
운전자본 변동	-530	-352	170	371	-195
투자활동으로 인한 현금흐름	-131	-99	-1,193	-473	-1,563
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-417	-540	-904	-1,387	-1,526
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-83	41	309	337	25
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-69	57	321,484	368	53
자사주매입	0	0	0	0	0
현금증가	-173	182	38	472	-327
기초현금	1,447	1,274	1,456	1,493	1,965
기말현금	1,274	1,456	1,493	1,965	1,638
FCF	-380	-303	-30	-785	-308
FCFF	—	-292	-93	-772	-272

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	7,109	7,414	8,251	10,365	12,124
유동자산	3,015	3,191	3,791	4,635	5,089
현금 및 현금성자산	1,747	1,826	2,578	2,102	1,793
매출채권	266	429	324	661	1,261
재고자산	568	666	621	820	1,084
비유동자산	4,094	4,223	4,460	5,730	7,035
유형자산	2,872	3,074	3,636	4,482	5,528
무형자산	71	60	46	94	83
부채총계	1,588	1,454	2,415	3,678	4,147
유동부채	847	727	1,038	1,306	2,077
매입채무	508	486	754	754	1,068
단기성부채	56	17	9	107	250
비유동부채	741	727	1,377	2,372	2,069
장기성부채	427	382	225	518	469
자본총계	5,521	5,960	5,836	6,687	7,978

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	14.69	16.03	-1.69	25.03	30.72
영업이익률	11.71	20.07	-1.04	25.83	33.15
EBITDA 마진	20.99	29.57	9.82	35.48	43.56
ROE	7.50	8.17	-0.75	13.27	17.62
ROA	5.45	6.45	-0.56	8.93	11.49
ROIC	7.00	7.69	2.23	11.76	15.66
부채비율	8.74	6.69	4.01	9.34	9.01
순차입금비율	-22.91	-23.95	-40.16	-22.10	-13.46
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	206.17	251.22	248.35	160.97	86.31
유동비율	355.74	439.03	365.25	354.84	244.97
PER	23.41	24.69	—	20.41	13.94
PBR	1.90	1.56	2.74	2.75	2.37
EV/EBIT	28.61	13.25	—	19.69	12.73
EV/EBITDA	16.20	9.07	52.99	14.38	9.71