

한화솔루션 — 가동률 96%가 적자, 23%가 개선

FY2025 케미칼은 풀가동인데 적자 2배, 태양광은 가동률이 떨어졌는데 적자 63% 축소 — 그리고 2Q26 영업이익 3,065억원

- 2Q26 영업이익 3,065억원 — 분기 기준으로 최근 2년 어느 분기보다 크다.
- PVC 가동률 96.4%인 케미칼이 적자 2,491억원, 가동률 23.7%인 태양광이 적자 957억원이다.
- 재고자산은 33.4% 늘어 재고회전 175일(10년 최장), FY2025 영업현금흐름은 -6,550억원이다.

2Q26이 2년치 적자를 되돌렸다

7월 29일 공시된 2Q26 연결 잠정실적은 매출 4조 5,827억원(YoY +47.01%, QoQ +18.05%), 영업이익 3,065억원(YoY +200.33%, QoQ +231.00%)이다. 세전이익 2,581억원과 순이익 2,929억원은 모두 흑자전환으로, 2Q25에는 세전 -1,484억원·순손실 1,784억원이었다.

분기 단위로 보면 폭이 뚜렷하다 — 2024년 이후 아홉 개 분기 중 영업이익이 1,000억원을 넘은 분기가 두 번(2024Q4 1,052억, 2025Q2 1,021억)뿐이었는데 2Q26은 그 세 배다(표 1).

1H26 누계 영업이익 3,991억원은 FY2024(-3,002억)와 FY2025(-3,648억) 두 해 적자 합(6,650억원)의 60%에 해당한다. ▲ 단 이 실적에는 종속회사 영업정지에 따른 중단영업손익이 반영돼 있다고 회사가 명시했다 — 계속영업만의 이익이 아니므로 사업 회복분과 회계 효과를 분리하려면 반기보고서를 봐야 한다.

가동률과 손익이 반대로 간다

FY2025 부문 손익은 기초소재 -2,491억원(전년 -1,213억, 적자 2배), 신재생에너지 -957억원(전년 -2,575억, 적자 63% 축소)이다. 두 부문이 정반대 방향으로 움직였다.

가동률을 보면 어긋남이 더 커진다 — PVC는 생산능력 117만 3천톤에 생산실적 113만 1,353톤으로 가동률 96.4%인데 적자가 2,491억원이다. 반면 태양광 모듈은 생산능력 2,569MW에 생산량 610MW로 가동률 23.7%(전년 32.2%)까지 떨어졌는데 적자가 줄었다(표 2).

케미칼은 판가 문제다 — PVC 국제가격이 톤당 105만 2천원 → 99만 8천원(-5.1%), LDPE는 149만 1천원 → 147만 9천원(-0.8%)이다. 팔 만큼 다 팔았는데 값이 내렸다. ▲ 반대로 태양광 개선이 무엇 때문인지는 공시 범위에서 특정되지 않는다 — 물량은 오히려 25% 줄었으므로 판가·발전 프로젝트·정책 효과 등을 가릴 근거가 없어 다루지 않았다.

재고 175일과 마이너스 영업현금

FY2025 영업활동현금흐름이 -6,550억원으로 마이너스 전환했다(전년 +6,385억). CAPEX 2조 175억원을 함께 보면 -2조 6,725억원이 순유출이다.

재고가 원인 중 하나로 보인다 — 재고자산이 4조 2,575억원 → 5조 6,799억원(+33.4%)으로 늘었는데 같은 기간 매출 증가는 +7.6%였다. 재고가 매출보다 4배 빠르게 늘었고, 재고회전 일수는 141.2일 → 175.0일로 10년 최장(2016년 71.9일의 2.4배)이 됐다. 현금전환주기도 152.1일이다.

재무는 이 흐름을 차입으로 메웠다 — 부채가 19조 4,300억원 → 21조 9,590억원(+13.0%)으로 늘어 부채비율이 183.2% → 196.3%가 됐다. 우리 진단에서도 현금 여력 약 11개월과 최근 1년 유상증자 1회가 켜져 있다.

유상증자가 7월 30일 증권발행실적보고서로 마무리됐다 — 조달 1조 1,713억원이다(발행가 22,100원 × 53,000,000주). 시설자금 9,077억원·채무상환자금 2,636억원으로 쓴다. 보통주가 118,892,536주에서 171,892,536주가 됐으니 희석은 44.6%다(표 3).

⚠ 같은 7월 29일에 주식소각도 결정됐지만 규모가 전혀 다르다 — 소각 대상은 종류주식 30,733주뿐이고 보통주는 0주, 소각예정금액은 4억 7,513만원으로 조달액의 1/2,465다. 두 공시를 나란히 놓고 상태로 읽으면 안 된다. 공매도 잔고 2.11%도 과열 구간이다.

국면 판단

2Q26 급반등 재고·현금은 미해소

현재주가 (26/08/07)

33,900원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

재고자산·영업현금흐름
(DIO 175일 / CFO -6,550억)

Key Data

시가총액	5.8조원
PER / PBR	적자 미산출 / 0.68배 (15%)
외국인 / 공매도잔고	11.4% / 2.11%(과열)
부채비율(FY2025)	196.3%(전년 183.2%)
2Q26 영업이익	3,065억(YoY +200%)
위험신호 / 표시점수	4건 / 66점 B

연결 실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	
매출액(억원)	130,785	123,940	133,331	84.6
영업이익(억원)	5,792	-3,002	-3,648	
순이익(억원)	-882	-13,690	-6,153	
영업활동 현금흐름	5,180	6,385	-6,550	
CAPEX(억원)	24,111	34,190	20,175	
재고자산(억원)	34,475	42,575	56,799(+33.4%)	
재고회전 / CCC(일)	115.3 / 133.4	141.2 / 131.4	175.0 / 152.1	

1H26은 연결 기준 잠정치이며 중단영업손익이 반영돼 있다(회사 명시). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 2Q26은 최근 아홉 분기 중 압도적이다 (단위: 억원, %)

분기 영업이익	2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4Q	2026 1Q	2026 2Q
매출액	30,945	31,173	33,643	37,570	38,820	45,827
영업이익	303	1,021	-74	-4,898	926	3,065
순이익	-302	-1,784	45	-4,112	-382	2,929
2024~2026년 아홉 분기 중 영업이익 1,000억 초과가 두 번(2024Q4 1,052·2025Q2 1,021)뿐 — 2Q26은 그 세 배						
1H26 누계	매출 84,646억(+36.27%) · 영업 3,991억(+201.51%) · 세전 2,158억(흑자전환) · 지배주주 순이익 2,346억(1H25 -2,461억)					

주: ▲ 2Q26은 외부감사인 검토 전 잠정치이며 회사가 "당기·전기·전년분기 실적은 중속회사의 영업정지에 따른 중단영업손익을 반영했다"고 명시했다 — 계속영업 기준이 아니므로 사업 회복분과 회계 효과의 분리는 반기보고서를 봐야 한다. 잠정 공시에 부문·평가 내역이 없어 반동의 출처는 특정하지 않았다. 2025년 분기값은 분기보고서 기준으로 잠정치와 표기 차이가 있을 수 있다. 자료: 연결재무제표기준영업(잠정)실적 공정공시(20260729800486), 분기보고서

표 2. 풀가동이 적자, 저가동이 개선 (단위: 억원, MW, 톤, 천원/톤)

부문	2024	2025	가동률(2025)
기초소재(케미칼) 영업손익	-1,213	-2,491(적자 2배)	PVC 96.4%
신재생에너지 영업손익	-2,575	-957(적자 63% ↓)	모듈 23.7%
PVC 능력 1,173,000톤 / 실적 1,131,353톤 · 모듈 능력 2,569MW / 생산 610MW(전년 812MW, -24.9%, 가동률 32.2%→23.7%)			
PVC 국제가격	1,052	998	-5.1%
LDPE 국제가격	1,491	1,479	-0.8%
연결 영업이익	-3,002	-3,648	두 부문 합 -3,448

주: 가동률은 사업보고서의 생산능력·생산실적으로 계산했다 — 케미칼은 톤(중량), 태양광은 MW(용량) 기준이라 두 수치를 직접 비교할 수 없고, 각 부문 내의 전년 대비 변화만 읽는다. ▲ 태양광 적자 축소의 원인이 공시 범위에서 특정되지 않아(용량은 오히려 24.9% 감소) 평가·프로젝트·정책 어느 것도 원인으로 지목하지 않았다. 부문 합(-3,448억)과 연결(-3,648억)의 차이는 기타 부문·연결조정이며 카드 범위 밖이다. 국제가격은 회사가 사업보고서에 기재한 값이다. 자료: 사업보고서(2025.12) 생산·판매 실적, 부문별 손익

표 3. 현금이 나가는 구조와 자본조달 (단위: 억원, %)

구분	2023	2024	2025	변화
영업활동현금흐름	5,180	6,385	-6,550	마이너스 전환
CFO - CAPEX	-18,931	-27,805	-26,725	3년 연속 순유출
재고자산 / 매출	34,475	42,575	56,799 / 133,331	재고 +33.4% vs 매출 +7.6%
부채 / 자본	155,102 / 92,802	194,300 / 106,069	219,590 / 111,850	부채비율 196.3%
유상증자(20260730000366) — 발행가 22,100원 × 53,000,000주 = 조달 1조 1,713억 · 시설 9,077억 + 채무상환 2,636억 · 보통주 118,892,536 → 171,892,536주(희석 +44.6%)				
같은 날 주식소각	▲ 소각은 종류주식 30,733주뿐(보통주 0) · 소각금액 4.75억 = 조달액의 1/2,465 — 상채로 읽으면 안 된다(20260729800905)			
10년 자본배분	환원 14건(배당 6취득 5·소각 3, 3년 3건) · 희석 3건(유상증자, 3년 1건, 최근 2026-03-26)			

주: 소각금액은 이사회결의일 전일 종가 기준(회사 기재)이며 취득원가가 아니다. 소각 후 종류주식은 2,544,616주가 된다. 재고 증가가 원재료·재공품·제품 중 어디에서 발생했는지는 카드 범위 밖이라 다루지 않았다. 우리 진단의 "현금 여력 약 11개월"은 FY2025 소진 속도 기준 추정치이며 1H26 실적 회복이 반영되기 전 값이다. 부채비율에는 리스부채·차입금 구성이 분리돼 있지 않다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표, 10년 공시 이력, risk_signals 진단, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 재고자산과 영업현금흐름이다. FY2025에 재고가 33.4% 늘어 회전일수가 175일(10년 최장)이 됐고 영업현금흐름이 -6,550억원으로 마이너스 전환했다 — 2Q26 손익이 급반등해도 이 두 지표가 돌아서지 않으면 현금 압박은 남는다. 반기·연간 보고서의 재고자산 명세와 현금흐름표로 확인한다. 두 번째는 부문별 손익의 방향이다. 케미칼은 풀가동에서 적자가 두 배가 됐고 태양광은 가동률이 23.7%까지 떨어졌는데 적자가 줄었다 — 이 어긋남이 유지되는지가 회사 구조를 읽는 축이다. 세 번째는 반기보고서의 계속영업 기준 손익이다. 현재 잠정치에는 중단영업손익이 반영돼 있다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260729800486) · 주식소각결정(20260729800905) · 증권발행실적보고서(20260730000366).

한계: ① 2Q26은 외부감사인 검토 전 잠정치이며 중단영업손익이 반영돼 계속영업 기준이 아니다. ② 태양광 적자 축소의 원인이 공시 범위에서 특정되지 않아 지목하지 않았다. ③ 케미칼(톤)과 태양광(MW)의 가동률은 단위가 달라 직접 비교하지 않았다. ④ 희석률은 증자 후 보통주(시총÷증가로 감산한 171,892,536주)에서 신주를 뺀 값을 분모로 계산했다. ⑤ 재고 증가의 구성(원재료·재공품·제품)을 확인하지 않았다. ⑥ "현금 여력 11개월"은 FY2025 기준 추정치로 1H26 회복이 반영되기 전 값이다.