



ESG

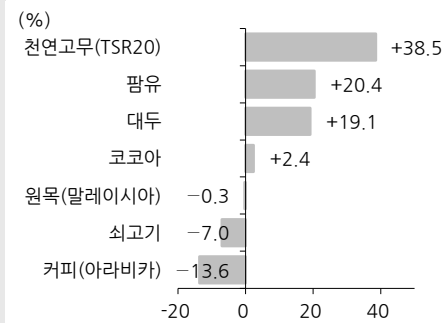
그린플레이션 청구서, 받는 쪽과 돌려받는 쪽

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 3772-7406

[주요 데이터 및 차트]

7 품목 국제 가격, 2025년 12월 대비

→ 두 자릿수로 오른 것은 천연고무·팜유·대두 셋



주: 세계은행 월평균, 2026년 9월 ÷ 2025년 12월

자료: 세계은행, 한화투자증권 리서치센터

타이어 3사의 천연고무 청구서 → 10% 오르면
영업이익의 5~20%

회사	매입/매출	10%→영업이익
한국타이어	8.1%	5.0%
금호타이어	9.8%	8.0%
넥센타이어	10.4%	19.5%

주: 2025년 사업보고서 매입액, 평가 전가 전. 한국타이어는 타이어부문

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

코스피가 연초 대비 32% 오르는 동안 타이어 3사 주가 수익률은 -23~+7%에 그쳤습니다(10/20 종가). 천연고무 9월 월평균은 지난해 12월보다 38% 올라 2013년 9월 이후 가장 높았습니다. 그린플레이션은 EUDR·CBAM 같은 환경 규제 품목의 원자재 값과 탄소 비용을 말합니다. EU 산립전용 방지 규정(EUDR)이 다루는 7품목 가운데 올해 두 자릿수로 오른 것은 천연고무·팜유·대두 셋입니다. 타이어 3사는 천연고무에 매출의 8~10%를 씁니다. 값이 10% 오르면 전가 전 영업이익이 5~20% 줄입니다. 코코아는 2025년 1월 고점보다 45% 내려 제과 원가는 되돌아오고 있습니다. 규제 청구서는 아직 작습니다. 2026년 수입분 CBAM 인증서는 철강 전체 1,400억~2,200억원(추정)입니다. 결론은 셋입니다. 고무값 상승기에는 타이어 3사 가운데 이익률이 높고 판가를 먼저 올린 회사가 될 확이크고, 제과는 원가 하락이 이익으로 돌아올 차례이며, 규제 청구서는 2030년부터 두 배 가까이 됩니다.

타이어는 원가 부담, 제과는 원가 완화

타이어 3사의 2025년 천연고무 매입액은 1.64조원. 가격 10% 상승 시 평가 전가 전 영업이익 감소율은 한국타이어 5.0%, 금호타이어 8.0%, 넥센타이어 19.5%. 상반기 공시 매입단가 상승률은 1~8%로 국제시세 상승률 15%를 하회. 제과는 코코아 급등기에 오리온·롯데웰푸드의 이익 흐름이 엇갈렸으나, 올해 매입단가는 하락 전환 [표2, 그림3]

규제 비용은 현재보다 중장기 확대에 주목

CBAM 철강 1,400억~2,200억원(2026년 수입분, 추정), 배출부채 0~41억원, EUDR 실사 비용은 추정 불가. 2030년부터 두 배 가까이 [표3, 그림4]

업종별로 다른 이익 점검 기준

타이어는 이익률·원가 민감도·평가 전가력, 제과는 원가 하락의 이익 반영 속도, 철강은 CBAM 부담 확대에 대한 대응력이 판단 기준[4절]

1. EUDR 대상 품목 가운데 두 자릿수로 오른 것은 셋

천연고무 +38%,
13년 만의 월평균 최고

세계은행이 집계한 천연고무(TSR20) 9월 월평균은 kg당 2.41달러로 지난해 12월(1.74달러)보다 38% 올랐다[그림2]. 월평균으로는 2013년 9월 이후 가장 높다. 싱가포르거래소(SGX) 11월물 결제가는 10월 19일 kg당 256.2센트로 12월 월평균보다 47% 높다.

팜유·대두도 두 자릿수,
코코아는 고점의 절반,
커피는 내려

팜유는 톤당 1,180달러로 20%, 대두는 524달러로 19% 올랐다. 코코아는 kg당 5.92달러로 12월보다 2% 올랐지만 2025년 1월 고점(10.75달러)보다 45%, 2025년 연평균보다 24% 낮다. 커피(아라비카)는 14% 내렸고, 말레이시아 원목은 그대로다(-0.3%). EUDR 7개 품목이 한 방향으로 움직이지 않으므로, 그린플레이션 청구서는 품목별로 따로 살펴야 한다.

원인은 수급,
EUDR 적용은 12월
30일부터

EUDR은 7개 품목과 해당 파생제품을 EU 시장에 공급하는 사업자에게 ‘2020년 말 이후 산림이 전용된 토지에서 생산되지 않았음’을 입증하도록 하는 규정이다. 기본 대상은 7개 품목으로 유지됐으며, 변경된 부분은 파생제품 목록이다[표1]. 대·중기업 적용 시점은 2026년 12월 30일이다. 적용 전이고 공시된 원인도 수급·중동 전쟁이어서, 올해 상승을 EUDR 탓으로 쓸 근거는 없다. 벡센타이어는 가격 상승 요인으로 2025년에는 ‘SICOM 선물 가격 상승과 수요 증가’를, 2026년 상반기에는 ‘중동 전쟁 여파’를 공시했다.

[표1] EUDR 주요 내용 → 7개 품목 유지, 최초 출시 사업자의 실사 의무, 원료 생산국에 따른 간소화

항목	내용
규정 개요	EU 산림전용 방지 규정(EU 2023/1115). 산림전용 방지·생산국 관련 법규 준수 신고 요건을 충족한 제품만 EU 시장 출시·공급·수출 허용. 산림전용 기준일은 2020년 12월 31일이며, 목재는 산림황폐화 요건도 적용(제 2·3 조).
대상 품목	소·코코아·커피·팜유·고무·대두·목재 등 7개 품목과 부속서 I 에 명시된 파생제품. 기본 7개 품목은 유지, 2026년 위임규정(EU 2026/2102)으로 세부 제품 범위 조정. 소·가죽·재생타이어 등 제외(인쇄물은 2025년 개정 EU 2025/2650으로 제외), 타이어 트레드는 유지. 인스턴트커피·일부 팜유 파생제품·냉동 소 혀 등 신규 편입 제품은 2027년 12월 30일부터 적용
의무 주체	EU 시장에 최초 출시하거나 EU에서 수출하는 사업자가 실사 수행·성명서 제출 책임 부담. 수입제품은 통상 EU 수입자가 해당하며, 한국 수출사가 직접 내놓는 거래에서는 EU 안에서 처음 유통하는 법인이 사업자로 간주됨(제 7 조). 최초 하류 사업자는 성명서 참조번호 등을 5년 보관, 이후 하류 사업자는 공급·판매처 정보 보관 등 추적 의무 부담.
실사 절차	생산지 좌표·생산 시기 등 정보 수집 → 위험 평가 → 필요시 위험 완화. 저위험국 원료는 추가 요건 충족 시 위험 평가·완화 생략 가능하나, 정보 수집 의무는 유지(제 8~13 조).
생산국별 위험등급	2025년 5월 분류 기준 태국·베트남은 저위험, 인도네시아·말레이시아는 표준위험. 간소화 판단 기준은 완제품 수출국이 아닌 원료 생산국
적용 시점	대·중기업은 2026년 12월 30일, 대부분의 영세·소기업은 2027년 6월 30일. 기존 EU 목재규정(EUTR) 적용 대상 영세·소기업은 2026년 12월 30일부터 적용. 신규 편입 제품의 적용일은 별도 구분.
위반 제재	회원국별 벌금·제품 및 관련 수익 몰수·공공조달 및 공적 자금 지원 제한 등 부과. 법인에 대한 벌금의 법정 최고한도는 직전 회계연도 EU 전체 연간 매출액의 4% 이상으로 설정. 공공조달·공적 자금 지원 제한은 최대 12개월, 중대반복 위반 시 일시적 시장 출시·유통·수출 금지 가능(제 25 조).

주: EU 집행위원회는 일련의 간소화 조치로 기업의 연간 준수비용이 당초 EUDR 대비 약 75% 감소할 것으로 추정

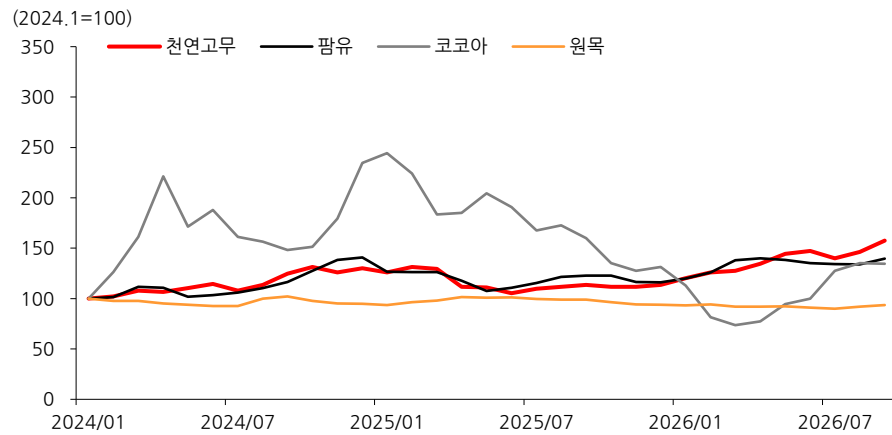
자료: EU 집행위, EUR-Lex, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] EU 규정 원문으로 본 세 숫자 → 벌금 상한 4% 이상, 벤치마크 1.370, 유지율 97.5%

EUDR 제25조 Regulation (EU) 2023/1115 EUR-Lex, 2026.10.21 열람	economic benefits derived from their infringements, and gradually increasing the level of such fines for repeated infringements; in the case of a legal person, the maximum amount of such a fine shall be at least 4 % of the operator's or trader's total annual Union-wide turnover in the financial year preceding the fining decision, calculated in accordance with
CBAM 벤치마크 Implementing Regulation (EU) 2025/2620 부속서 5.3	7207 20 80 Semi-finished products of iron or non-alloy steel, containing by weight $\geq 0.25\%$ carbon (excl. those of square, rectangular, circular or polygonal cross-section) 1,364 (C) 0,475 (D) 0,066 (E) 1,7208 10 00 Flat-rolled products of iron or non-alloy steel, of a width of ≥ 600 mm, in coils, simply hot-rolled, not clad, plated or coated, with patterns in relief directly due to the rolling process 1,370 (C) 0,481 (D) 0,072 (E) Where more than one benchmark value is given for a specific CN code: (C) Carbon Steel based on BF/BOF, (D) Carbon Steel based on DRI/EAF, (E) Carbon Steel based on
ETS 지침 제10a조(1a) Directive 2003/87/EC 통합본 2024.3.1	shall be equal to 100 % for the period between the entry into force of that Regulation and the end of 2025 and, subject to the application of provisions referred to in Article 36(2), point (b), of that Regulation, shall be equal to 97,5 % in 2026, 95 % in 2027, 90 % in 2028, 77,5 % in 2029, 51,5 % in 2030, 39 % in 2031, 26,5 % in 2032 and 14 % in 2033. From 2034, no CBAM factor shall apply

주: 주황 테두리가 해당 구절. EUR-Lex 원문을 2026년 10월 21일에 읽어 글자 그대로 옮김
자료: EUR-Lex, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 4 품목 국제 가격 지수 → 고무는 2025년 저점 뒤 상승, 코코아는 고점의 절반



주: 세계은행 월평균, 2026년 9월까지. 천연고무는 TSR20, 원목은 말레이시아
자료: 세계은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 타이어는 원가 부담, 제과는 원가 완화

매출의 8~10%가 천연고무,
10% 오르면 영업이익
5~20%

타이어 3사는 2025년 천연고무를 한국타이어 8,407억원, 금호타이어 4,617억원, 넥센타이어 3,329억원어치 샀다(합계 1,64조원). 매출의 8.1%·9.8%·10.4%다. 천연고무 값이 10% 오르면 수량과 판가가 그대로일 때 영업이익은 한국타이어(타이어부문) 5.0%, 금호타이어 8.0%, 넥센타이어 19.5% 줄어든다. 40%면 20%, 32%, 78%다. 같은 값 상승에도 넥센타이어의 영업이익이 네 배 더 민감한 것은 매입 비중이 조금 더 높고 이익률이 3분의 1이기 때문이다(2025년 영업이익률 5.3%, 한국타이어 타이어부문 16.3%)[표2].

공시 단가는 시세보다 높다,
상반기 +1~8%

회사가 치른 단가는 시세보다 낮다[그림3]. 2026년 상반기 천연고무 매입 단가는 한국타이어 kg당 3,040원(2025년 대비 +8%), 금호타이어 2,978원(+1%), 넥센타이어 2,969원(+3%)이다. 같은 기간 시세(상반기 평균 ÷ 2025년 평균)는 15% 올랐다. 금호타이어는 천연고무를 연 단위 계약으로 사고 매년 갱신한다고 공시했다. 계약 갱신과 재고 소진 때문에 시세가 원가로 바뀌는 데 시차가 생긴다.

방어선은 판가 인상,
4분기 실적에서 확인

원가 상승을 상쇄할 수단은 판가 인상이다. 당사 담당 애널리스트는 한국타이어가 9월 국내·북미 등에서 3% 안팎 판가를 올렸고, 고원가 영향은 4분기와 2027년 1분기에 커진다고 봤다(당사 「고원가 영향 본격화되나, 수익성 역량으로 방어」 (2026.10.19) 보고서 참고). 종목별 전망은 담당 애널리스트 자료를 따른다.

제과는 코코아 원가 하락 중,
금등기 이익은 갈려

제과는 반대 국면이다. 롯데웰푸드의 코코아류 매입 단가는 kg당 4,228원(2023년)에서 8,718원(2024년), 15,522원(2025년)으로 3.7배가 됐고, 2026년 상반기 14,437원으로 2021년 이후 처음 내렸다. 그 2년 동안 오리온 영업이익은 4,924억원에서 5,583억원으로 늘었고 롯데웰푸드는 1,770억원에서 1,095억원으로 줄었다. 코코아를 포함한 수입 원재료는 매출의 4~5%(크라운·해태, 상한)로 천연고무의 절반이다. 두 회사는 사업 구성이 달라 이익 차이를 코코아만으로 설명할 수 없다. 국제 코코아가 고점의 절반이 된 지금은 단가가 내려올 차례다.

제지는 원가의 35~40%가
펄프·고지,
값은 보험권

비중이 가장 큰 곳은 제지다. 한솔제지는 원재료가 매출원가의 34.5%, 무림P&P는 39.1%다. 수입 펄프 단가는 2024년 톤당 627달러에서 2025년 543달러로 내렸다가 2026년 상반기 592달러로 되올랐다. 제지의 청구서는 가격보다 3절의 규제 서류다.

[표2] 회사별 EUDR 품목 매입액과 영업이익 민감도 → 타이어·제과는 값에, 제지는 비중만 크고 값은 보험권

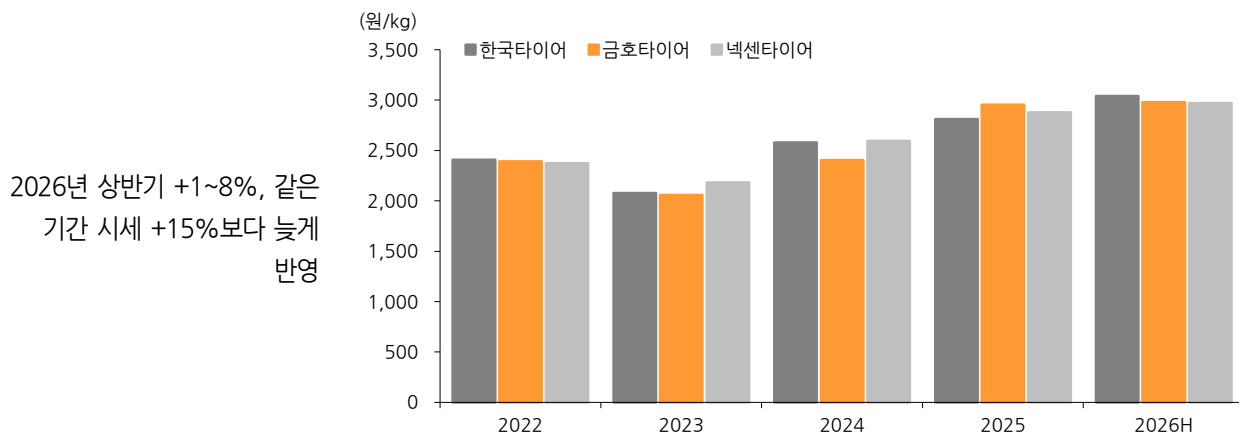
(단위: 십억원, %)

품목	회사(매입 품목)	2025 매입액	매출 대비	매출원가 대비	10%→영업이익
천연고무	한국타이어(타이어부문)	840.7	8.1	-	5.0
	금호타이어	461.7	9.8	14.2	8.0
	넥센타이어	332.9	10.4	14.4	19.5
코코아	크라운제과(수입품, 별도)	21.9	4.9	7.2	14.4
	해태제과식품(수입원재료)	26.5	4.1	6.2	6.3
대두	CJ 제일제당(대두)	805.5	2.9	3.8	6.5
펄프·목재	한솔제지(펄프·고지 등)	655.3	28.6	34.5	131.2
	무림 P&P(목재칩·펄프)	271.6	37.1	39.1	적자
	무림페이퍼(펄프)	237.8	18.8	20.7	399.6
	깨끗한나라(펄프)	59.5	11.7	13.3	적자
	현대리바트(판재)	115.3	7.5	9.0	73.4
	한샘(PB·MDF, 별도)	48.6	2.8	3.7	26.3
	동화기업(원목·폐목)	36.4	4.4	5.2	적자

주: 사업보고서 「원재료 매입 현황」 2025년 매입액 ÷ 연결 매출·매출원가·영업이익(한국타이어는 타이어부문 매출·영업이익, 크라운은 별도, 한샘은 매입 별도·손익 연결). 10%→영업이익 = 매입액의 10%를 그대로 영업이익에서 뺀 비율(수량·판가·환율 불변, 판가 전가 전). 크라운·해태는 초콜릿 외 수입품을 포함한 상한. 당사 투자의견과 무관

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 타이어 3사 천연고무 매입 단가



주: 사업반기보고서 공시 단가(연간 가중평균), 2026H는 상반기. 한국타이어-넥센은 원/톤을 원/kg으로 환산
자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

3. 규제 비용, 현재 규모보다 늘어나는 속도에 주목

철강 CBAM 비용, 2026년
수입분 1,400억~2,200억원
추정

EU 탄소국경조정제도(CBAM)는 2026년 수입분부터 비용을 부과한다. 수입자는 직접 배출량에서 벤치마크의 97.5%를 차감한 만큼 인증서를 구매한다. 벤치마크는 고로 열 연 1.370톤/톤, 전기로 0.072톤/톤이며, 인증서 가격은 EU 배출권 경매가격의 분기 평균을 적용한다(3분기 82.32유로)[그림1]. 따라서 비용을 전체 배출량의 2.5%로 일괄 계산하면 안 되며, 배출집약도가 높을수록 부담이 커진다.

2025년 대EU 철강 수출량 324만톤에 고로 비중 70%, 배출집약도는 고로 2.0톤/톤·전기 0.15톤/톤을 적용하면 비용은 1,942억원, 수출 톤당 약 6만원이다. 고로 배출집약도를 1.8~2.1톤/톤으로 바꾸면 1,386억~2,220억원으로 달라진다. 대한상의 SGI의 851억원 추정치(2024년 8월)와는 가격·배출집약도 가정에 차이가 있다.

이는 전체 수출에 열연 벤치마크와 생산방식별 비중을 적용한 시나리오다. 실제 부담은 제품 구성·검증 배출량·분기 가격·탄소가격 공제에 따라 달라진다. 다른 조건을 고정하면 유지율이 51.5%로 낮아지는 2030년 비용은 3,734억원, 0%가 되는 2034년에는 5,739억원으로 늘어난다[표3, 그림4].

배출권 부채는 0~41억원,
셋은 무상할당 안

국내 배출권거래제 부담은 재무제표 주석의 배출부채와 배출권 내역에 나온다. 철강 4개사(현대제철·동국제강·세아베스틸·주세아제강) 중 2025년 말 배출부채를 인식한 곳은 현대제철뿐이다. 현대제철은 2024년 74억원에서 41억원으로 줄었고, 나머지 3개사는 배출량이 무상할당량을 밑돌아 부채를 인식하지 않았다.

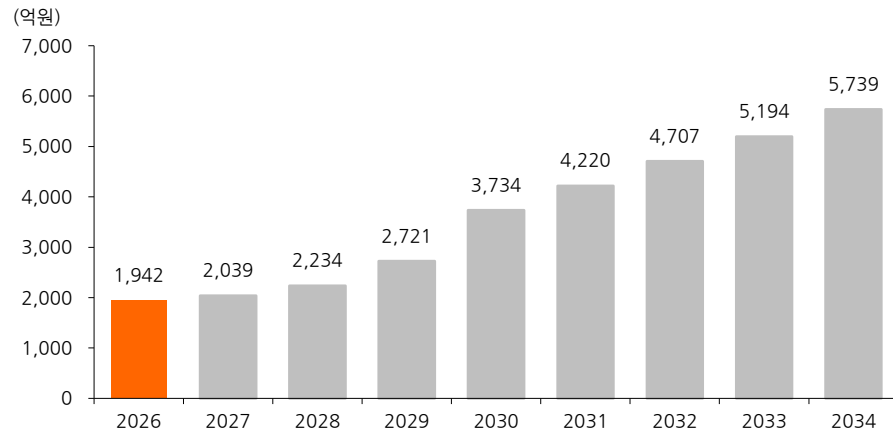
현대제철은 2025년 배출권 130만톤(장부금액 135억원)을 매입했다. 기말 배출부채 41억원은 2025년 초과 배출에 대한 충당액으로, 배출권 매입과는 별도 항목이다. 부담은 부채 잔액보다 배출권 매입액(135억원)이 더 잘 보여 준다.

EUDR 실사 비용,
추정 불가

EUDR 실사 비용은 회사가 공개하지 않아 추정하지 않는다. 실사 의무는 통상 EU 시장에 제품을 처음 내놓는 수입자에게 있고, 한국 수출기업은 원료 생산지 좌표와 합법성을 입증할 자료를 제공한다. 따라서 원료의 출처를 확인할 수 있는 추적 능력이 EU 수출의 조건이 된다.

한국타이어는 2025년 유럽 타이어 매출이 4.4조원으로 타이어 매출의 43%(당사 담당 애플리케이션 집계)이고, 한솔제지는 별도 매출의 54%가 수출이다(EU 뒤편은 공시 없음).

[그림4] CBAM 인증서 비용 추정, 연도별 → 무상할당이 줄어드는 2030년 1.9배, 2034년 3배



주: 2025년 수출량 324만톤, 3분기 가격 82.32유로, 고로 70%-톤당 2.0톤, 전기로 0.15톤 고정

자료: EU 집행위, EUR-Lex, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 규제 직접 비용 셋 → CBAM은 가정에 따라 1.6배 차이, 2025년 말 배출부채는 0~41억원, 실사 비용은 추정 불가

항목	금액(기준 시점)	근거	일정
CBAM 인증서(철강, 2026년 수입분)	1,400억~2,200억원(추정)	324만톤(고로 70%·2.0톤, 전기로 30%·0.15톤) × 벤치마크(고로 1.370-전기로 0.072톤/톤 × 97.5%) 초과 배출 × 82.32유로 × 1,489원. 대한상의 SGI 851억원(2024.8)	2027.2.1 판매, 2027.9.30 첫 신고
K-ETS 배출부채(철강 4곳)	0~41억원(2025년 말)	현대제철 41억원(배출권 130만톤 매입 뒤), 나머지 3곳은 무상할당 > 배출(DART)	2027.3.31 명세서, 8.31 배출권 제출
EUDR 실사	추정 불가	회사당국 공표치 없음. 의무는 EU 수입자, 한국 수출사는 좌표·합법성 자료 제공	2026.12.30 적용

주: CBAM은 당사 산식의 추정 범위이며 공식 통계가 아님. 유자율은 2027년 95%, 2030년 51.5%, 2034년 0%(ETS 지침 제10a조). POSCO홀딩스는 주석 표가 없어 제외

자료: EU 집행위, 한국무역협회, 대한상공회의소, DART, 한화투자증권 리서치센터

4. 결론

타이어: 상승기에는 이익
방어력, 하락기에는 원가
민감도

천연고무 가격이 10% 오를 때 판가 전가 전 영업이익 감소율은 한국타이어 5%, 금호타이어 8%, 넥센타이어 20%로 추정된다. 가격 상승기에는 이익률이 높고 원가를 판가에 빠르게 반영하는 기업이 유리하다. 반대로 고무값이 하락하면 원가 민감도가 높은 기업의 이익 회복 폭이 커질 수 있다.

상반기 공시 매입단가 상승률은 1~8%로 국제시세 상승률 15%를 밑돌았다. 시세가 매입단가에 반영되는 시차를 고려하면 하반기에도 원가 부담이 이어질 가능성이 있다. 관건은 판가 인상이 이를 얼마나 상쇄하느냐다. 세 회사 모두 판가를 3% 올리고 판매량이 유지된다고 가정하면, 고무값 40% 상승에 따른 영업이익 감소율이 한국타이어 2%, 금호타이어 8%, 넥센타이어 22%로 낮아진다(매출 대비 매입 비중의 40%에서 판가 3%를 뺀 값을 영업이익률로 나눈 것). 판가를 3% 올려도 넥센타이어는 영업이익 감소율이 22%로 남아 4분기 원가 부담이 가장 크다.

제과: 원가 하락의 이익 반영
속도에 주목

코코아 가격은 고점 대비 약 45% 내렸고, 롯데웰푸드의 매입단가도 2026년 상반기 7% 내렸다. 고가 재고가 빠지는 대로 원가 하락이 이익에 반영되며, 반영 폭은 환율·판매량·판촉비에 따라 다르다.

제지·철강: 수출 유지 능력과
탄소비용 절감 효과

제지는 원료 값보다 EUDR 서류가 EU 수출을 가른다. 생산지와 합법성을 입증할 자료를 거래처에 제공할 수 있어야 EU 수출이 유지된다.

철강은 현재 부담액보다 늘어나는 폭이 크다. 가격·물량·배출집약도 등을 고정한 시나리오에서 CBAM 부담은 2026년 수출 톤당 약 6만원이며, 총부담액은 2026년 대비 2030년 약 1.9배, 2034년 약 3배로 늘어난다. 감축 투자의 효과는 투자 규모가 아니라 배출 집약도를 낮춰 줄이는 CBAM 비용으로 나타난다. 집행위 개정안(2026.7)대로 유지율이 2030년 59%, 2034년 15%가 되면 부담은 2030년 3,442억원, 2034년 5,155억원으로 8~10% 작아진다. 늘어나는 방향은 같다.

투자 판단의 초점은 원자재 가격의 방향보다 이익추정치의 변화에 있다. 이 변화가 현재 실적 추정과 주가에 얼마나 반영됐는지가 종목 선택의 기준이다.

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 10월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 이 자료는 특정 종목의 매수·매도를 권유하지 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.