meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

2025. 12. 18 (목)

Strategy Idea

2026 Outlook #19 [금융] 부를 여는 동반자, 금융

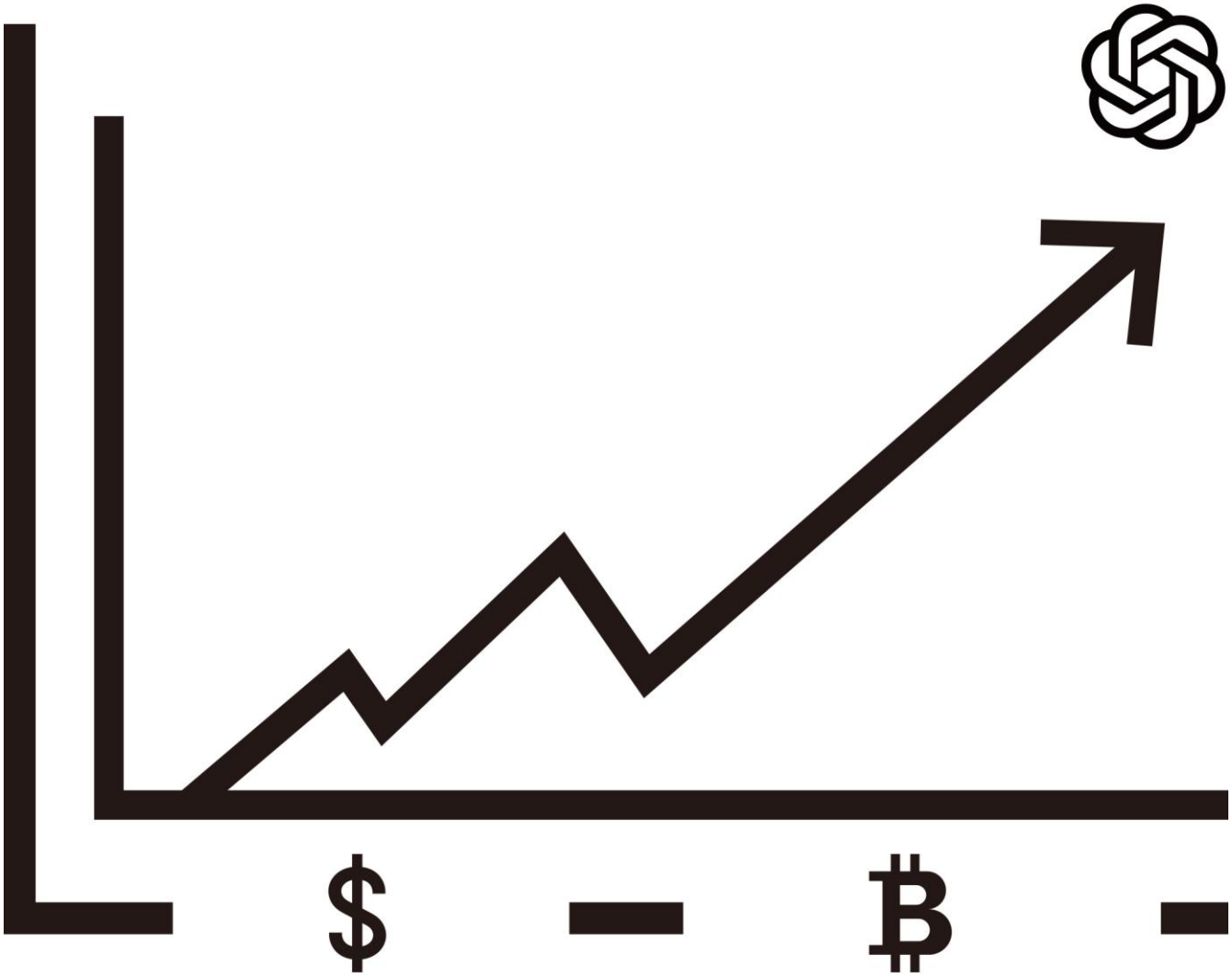
2026 Outlook #20 [화장품] K-뷰티, 대항해시대!

오늘의 차트

다우운송지수 상승, 랠리 확산의 징후일까?

칼럼의 재해석

국내 주도주의 성장통...투자경고종목 지정?



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 14일 발간된
[2026 Outlook #19 – 금융: 부를 여는 동반자, 금융] 임

2026 Outlook #19 (해설판)

[금융] 부를 여는 동반자, 금융

금융
Analyst **조아해**
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 실적 개선 요인, 생산적 금융에 대한 역할, 주주환원정책의 유효성: 증권 ≥ 은행 〉 보험
- ✓ 증권, 증시 개편에 따른 증시 자금 유입 촉진, 시장 활성화 = 브로커리지 수익 확대. 지배구조 개선, 생산적 금융 전환에 따른 역할 확대 = IB 수익 증대. 발행어음, IMA 신규 인가 가시화 등 수혜
- ✓ 은행, 2026E CET-1비율은 순이익/RWA 등 고려 시 +50bp 개선 여력 유효 (전통은행 기준). CET-1비율 개선 기반 주주환원율 우상향 및 배당에 대한 비중 확대 전망
- ✓ 보험, 비급여 관리 및 실손보험 개혁안, 건전성 제도 개선 등 규제 완화에 따른 빠른 개선 기대 가능. 배당가능이익이 충분한 보험사들의 배당 매력도는 유효

Intro 가계자산과 금융주

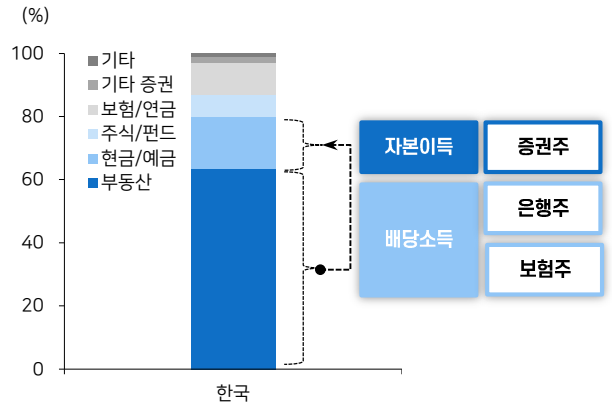
금융 업종 선호도를 증권 ≥ 은행 〉 보험으로 제시한다. 1) 업권별 실적 개선 요인, 2) 생산적 금융에 대한 업권별 역할, 3) 주주환원정책의 유효성 등을 종합적으로 고려하였다. 증권주는 자본이득 측면에서, 은행주와 보험주는 배당소득 측면에서 가계 부를 늘릴 것으로 판단한다.

가계자산의 주식 비중 확대 위한 증시 개편이 진행됨에 따라 증권사들의 경상체력은 강화될 것이다. 1) 증시 개편에 따른 증시 자금 유입 촉진, 시장 활성화로 브로커리지 수익 확대, 2) 증시 개편에 따른 지배구조 개선, 생산적 금융 전환에 따른 역할 확대로 IB 수익 증대, 3) 발행어음, IMA 신규 인가 가시화 등으로 증권사로의 Money Move 수혜 등이 기대된다.

은행주는 CET-1비율 개선 기반 은행들의 주주환원율 우상향이 지속될 것으로 예상하는 가운데, 배당주의 특성이 부각될 것으로 전망한다. 1) 2026E CET-1비율은 순이익/RWA 등 고려 시 50bp 개선 여력이 유효하다 (전통은행 기준). 2) 이미 은행들은 분기 배당을 통해 가시적인 배당정책을 확립하였으며, 배당소득 분리 과세를 기점으로 배당금 확대가 본격화될 것으로 예상한다.

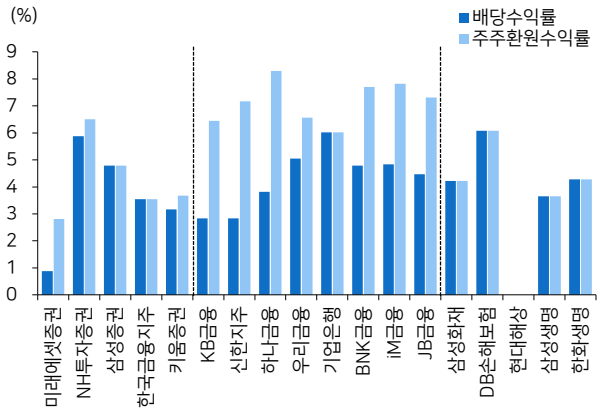
보험사들의 업황은 아직은 녹록치 않지만, 2026년 중 비급여 관리 및 실손보험 개혁안, 해약환급금준비금 제도 등 규제 완화에 진행될 시 빠르게 업황이 개선될 것으로 예상한다. 물론 이미 배당가능이익이 충분한 보험사들은 여전히 배당 매력도가 유효하다.

그림1 한국 가계자산 구성



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 커버리지 금융사 주주환원수익률 (2026E)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 금융 주주환원정책

업종	기업	주주환원정책
은행	KB금융	▪ 상반기: CET-1비율 13.0% 초과 자본은 배당총액, 상반기 자사주 매입/소각으로 활용 ▪ 하반기: CET-1비율 13.5% 초과 자본은 하반기 자사주 매입/소각으로 활용
	신한지주	▪ 27년 CET-1비율 목표 13%+, 주식 수 450백만 (vs. FY23 513백만) ▪ 27년 주주환원율 50%
	하나금융	▪ CET-1비율 13.0~13.5% 관리 목표: 단계적 주주환원 확대 ▪ 27년 주주환원율 50%
	우리금융	▪ CET-1비율 ~11.5%: 주주환원율 ~30% ▪ CET-1비율 11.5% ~ 12.5%: 주주환원율 ~35% ▪ CET-1비율 12.5% ~ 13.0%: 주주환원율 ~40% ▪ CET-1비율 13.0% ~: 주주환원율 ~50%
	기업은행	▪ CET-1비율 ~11.0%: 별도 배당성향 ~30% ▪ CET-1비율 ~12.0%: 별도 배당성향 ~35% ▪ CET-1비율 ~12.5%: 별도 배당성향 ~40%
	BNK금융	▪ CET-1비율 관리 목표 12.5% ▪ 27년 주주환원율 50%
	iM금융	▪ CET-1비율 ~11.5%: 총 주주환원율 ~30% ▪ CET-1비율 ~12.3%: 총 주주환원율 ~40% ▪ CET-1비율 ~13.0%: 총 주주환원율 ~50% ▪ 27년 주주환원율 40%, 자사주 매입/소각 1,500억원
	JB금융	▪ CET-1비율 12.0% 초과 시 DPS 안정적 상향 및 자사주 매입/소각 적극 검토 ▪ CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용 ▪ 26년 주주환원율 45%: 현금배당성향 28% 수준 고정 및 자사주 매입/소각 비중 확대
증권	삼성증권	▪ 중장기 주주환원율 50% (자기자본 8조 달성 이후 적극 확대 계획)
	NH투자증권	▪ DPS 우상향 기조 유지 ▪ 전년대비 증가한 당기순이익(별도)에서 현금배당과 법정 적립금을 차감한 잔여재원의 50% 한도 내 자사주 매입 및 소각을 활용 예정
	한국금융지주	-
	키움증권	▪ FY2023~FY2025: 별도 재무제표 기준 주주환원성향 30% 이상
	미래에셋증권	▪ FY2024~FY2026: 연결 지배주주 조정당기순이익 기준 주주환원성향 35% 이상 유지
보험	삼성화재	▪ K-ICS비율 목표 220% ▪ 중장기 주주환원율 50%
	DB손해보험	▪ K-ICS비율 목표 200~220% ▪ 중장기 (5년) 주주환원율 35%
	현대해상	-
	삼성생명	▪ K-ICS비율 목표 200~220% ▪ 중장기 (3~4년) 주주환원율 50%
	한화생명	-

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 1 가계의 부와 동행할 증권주

순수수료수익 확대 지속 전망

2026년 커버리지 증권사 합산 순이익은 5.7조원 (-7% YoY)을 추정한다. 2025년 중 운용손익의 일회성 요인으로 인해 표면적으로 순이익은 축소되겠으나, 본질적인 수익원인 순수수료수익은 지속적으로 확대될 것으로 예상한다. 한편 발행어음, IMA 사업 인가를 받은 증권사 중심으로 실적 개선 여력은 유효하다.

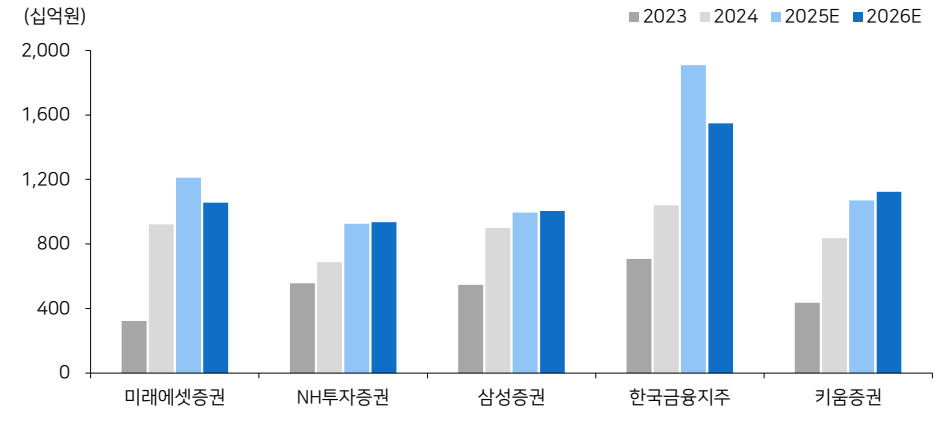
2026년 커버리지 증권사 합산 순상품운용수익은 전년대비 11% 감소할 것으로 추정한다. 현 시장금리 수준 및 일회성 평가이익 발생 (미래에셋증권, 한국금융지주) 등의 기저효과를 고려하였다.

2026년 커버리지 증권사 합산 순수수료수익은 전년대비 6% 증가할 것으로 추정한다.

1) 브로커리지 수수료는 전년대비 10% 증가할 것으로 추정한다. 증시 개편에 따른 증시 자금 유입 촉진 기반 증권사 브로커리지 수익 확대가 유효하다. 당사 코스피 전망 및 대기자금 수준 (10월 고객예탁금 86조원; 1986년 통계 이후 사상 최대치) 고려 시, 국내주식 거래대금은 전년대비 15%, 당사 S&P500 전망 기반 해외주식 거래대금은 전년대비 10% 증가로 추정한다. 한편 현 국내 증시 개편 정책이 지속적으로 진행된다는 점에서, 중장기적으로 증권사들의 브로커리지 이익 체력은 높아질 것으로 예상한다. 가계자산 중 주식/펀드 비중이 13%로 확대 및 회전율 3.0회 가정 시 13.4% 증가가 가능하다.

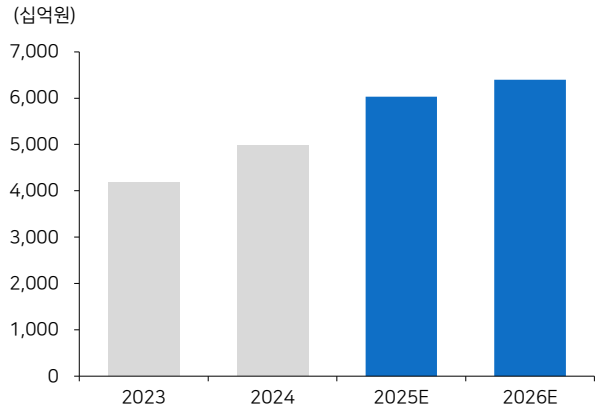
2) 인수/주선 및 기타수수료는 전년대비 6% 증가할 것으로 추정한다. 부동산PF의 딜 확대 속도가 둔화될 수 있겠으나, 전통IB 시장 활성화가 지속될 것으로 예상된다. 정부의 생산적 금융 기조 속 모험자본 공급 기능을 보유하고 있는 증권사의 역할이 확대되고 있음, 이에 따른 수익 확대 기대감은 유효하다. 수수료 수익 내 IB수익 비중이 높은 증권사 중심으로 실적 개선 여력이 높을 것으로 전망한다.

그림3 **증권사 지배주주순이익 추이 및 전망**



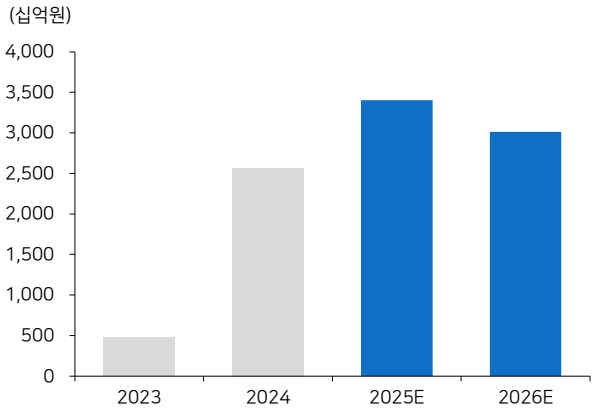
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 커버리지 합산 순수수료수익 전망



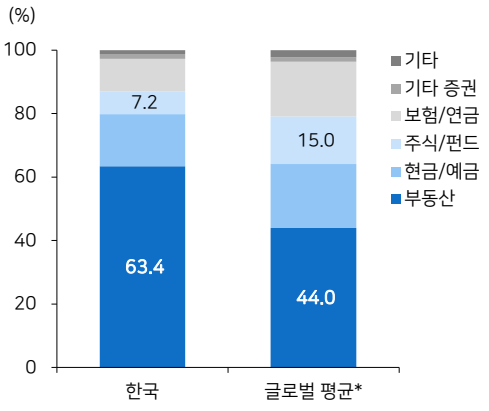
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 커버리지 합산 순상품운용수익 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 가계자산 구성



주: *영국, 호주, 중국, 일본, 대만, 미국
자료: 국민대차대조표 (한국), 연준 (미국), ONS (영국), BoJ (일본), ABS (호주), DGBAS (대만), NIFD (중국), 메리츠증권 리서치센터

표2 가계자산 주식/펀드 비중 확대에 따른 증권사 브로커리지 이익 증가율

(%)		주식/펀드 비중 (%)				
		9	11	13	15	17
회전율 (회)	2.8	3.9	8.3	12.6	16.9	21.2
	3.0	4.2	8.8	13.4	18.0	22.7
	3.2	4.4	9.4	14.3	19.2	24.1
	3.4	4.7	9.9	15.1	20.3	25.5
	3.6	5.0	10.5	15.9	21.4	26.9
	3.8	5.2	11.0	16.8	22.5	28.3

주: 당사 25E 커버리지 합산 브로커리지 수수료 및 수수료율 0.02% 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 증시 개편과 증권사 IB

주요 로펌 기업지배구조 대응방안

주요 이슈	법 개정 내용 및 방향	영향	대응방안
상법 개정	이사의 충실의무 확대	배임죄로 인한 소송 부담 증가	주주 커뮤니케이션 강화
	집중투표제 활성화	이사회 구성의 급격한 변화	시차임기제 도입
	감사위원 분리 선출 확대	소수 주주의 감사위원회 주도	의결권 위임 전략 검토
자본시장법 개정	자사주 원칙적 소각 의무화	경영권 방어 약화	지분/재무구조 개편 검토
	쪼개기 상장 시 모회사 주주에 신주 우선 배정	IPO 일정 장기화	상장 시기 및 전략 수정 검토

증권사 IB 수익 확대

증권사 IB수익 예시

예시	증권사 수익 관련 예시
자사주 활용 전략 수립 필요	자사주 소각 결정 및 이에 따른 잔여 자본 구조나 배당정책 설계 위한 자문 제공 가능
지배구조 개편 니즈 증가	인수 · 합병 · 분할 등 구조조정 관련 자문 제공 가능
지분율 방어 전략 수립 필요	자본조달 구조 설계 제공 가능 (CB발행, 우호지분 유치 등)

자료: 메리츠증권 리서치센터

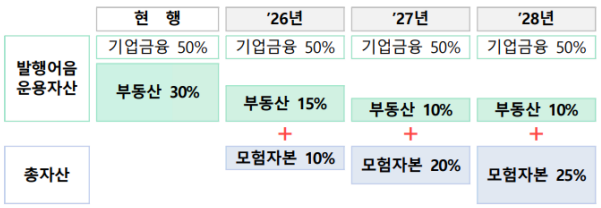
성장동력 가시화

정부는 생산적 금융으로의 대전환을 위해 증권사들의 모험자본 공급 기능을 강화하고 있다. 이에 따라 증권사들의 발행어음, IMA 신규 인가가 진행 중이다 (IMA: 한국금융지주, 미래에셋증권 / 발행어음: 키움증권, 신한투자증권, 하나증권). 인가받은 증권사들의 역량에 따라 수익 기여도 차별화가 예상된다.

2016년 당시 발표된 증권사 초대형 IB육성 방안과 달라진 부분은 1) 운용 규제 및 2) IMA 한도 신설이다. 우선 운용 규제 측면에서 모험자본 공급 의무화가 신설되었다. 발행어음 한도는 2028년까지 모험자본 25%로 확대 및 부동산 10%까지 축소해야 한다. IMA 또한 운용자산의 25%를 모험자본에 의무 적용해야 한다.

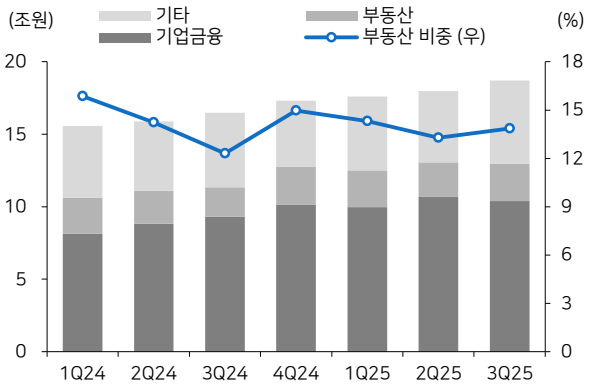
내년부터 증권사의 해당 부문에 대한 이익 기여가 본격화될 예정이다. IMA의 경우 과거 내역이 없으나 발행어음을 적극적으로 활용하고 있는 한국금융지주(발행어음 소진율 85% vs. 미래에셋/NH투자증권/KB증권 평균 57%)가 IMA에 대한 운용 여력도 높을 것으로 예상한다. 발행어음의 경우 소진율 40%, NIM 1.5% 가정 시, 인가받은 증권사의 세전이익의 약 5% 기여할 것으로 추정한다.

그림8 증권사 발행어음 운용규제 개선



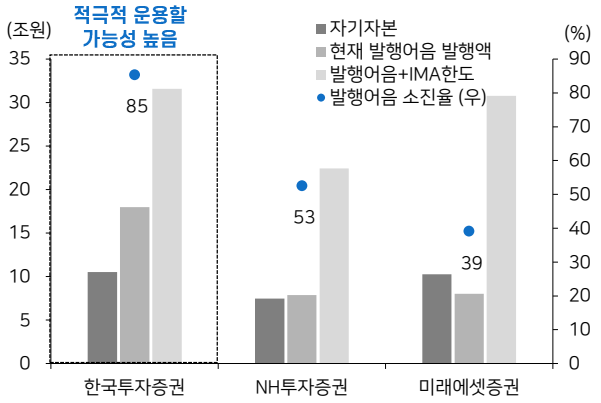
자료: 금융위원회

그림9 한국투자증권 발행어음 잔고 추이



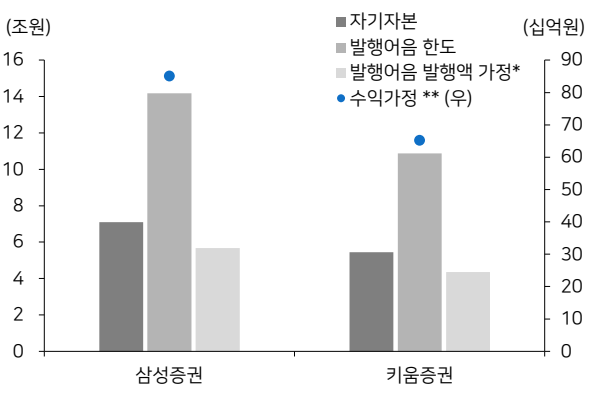
자료: 한국투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림10 IMA 진출 시 한도 변화 (2Q25)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 삼성증권, 키움증권 발행어음 진출 시 (2Q25)



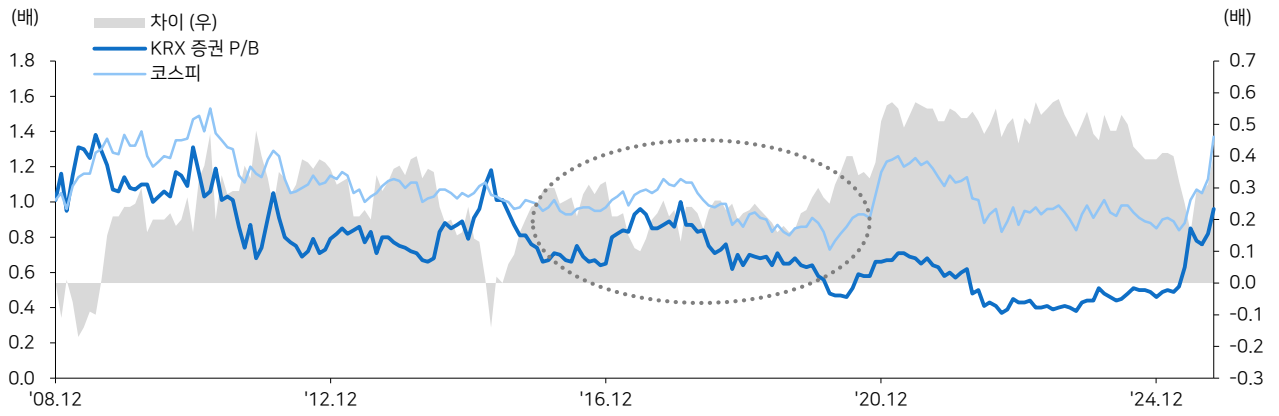
주: *40% 가정, **수익률 1.5%p 가정 / 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

강화되는 증권사들의 경상체력

증권 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지한다. 1) 우호적인 영업환경이 지속되고 있는 가운데, 2) 자본시장 선진화, 기업금융 경쟁력 제고방안 (발행어음, IMA) 등 2017년보다도 더 높은 추가 성장 동력을 확보해 나가고 있으며, 3) 해당 성장 동력을 보유한 증권사 중심으로 적극적인 주주환원정책 기대 가능하다.

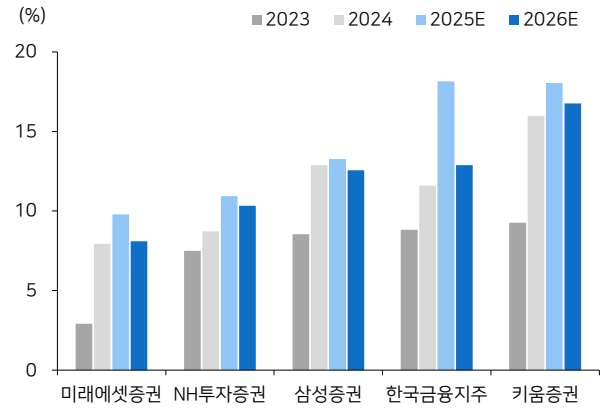
최선호주는 압도적인 체력 수준 (25-26E ROE 평균 16% vs. 26E PER 6배) 과 발행어음 강점 기반 IMA 성장 동력을 갖춘 한국금융지주, 차선호주는 우호적인 증시 환경 상 ROE 개선폭이 높고, 발행어음 성장 동력을 갖춘 키움증권을 유지한다.

그림12 PBR (FY1): 코스피 vs. KRX증권



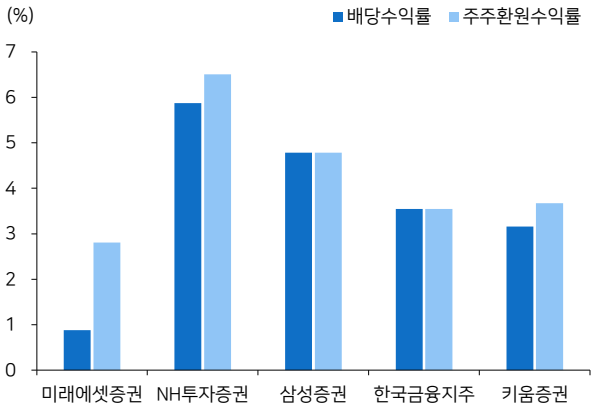
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림13 증권 ROE 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 증권 주주환원수익률 2026E



주: 11월 13일 종가 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 배당으로 가계의 부를 늘릴 은행주

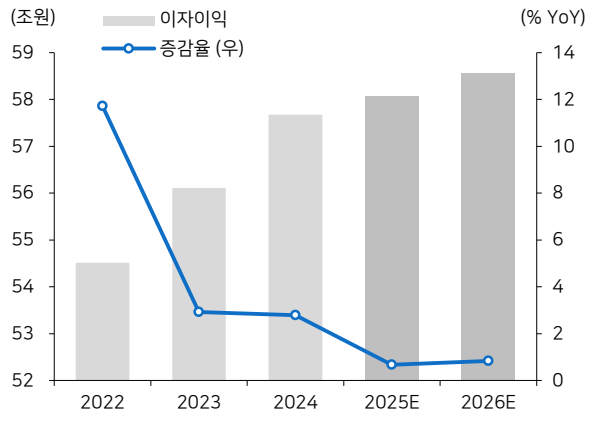
2026년에도 양호할 은행 실적

2026년 커버리지 은행 합산 지배주주순이익은 24.4조원 (+2.4% YoY) 추정한다.

2026년 커버리지 은행 합산 Top-line은 76.1조원(+4.4% YoY) 추정한다. 1) 이자이익은 전년대비 0.8% 증가를 추정한다. 은행 NIM은 전년대비 5bp 하락을 예상하나, 시중은행 중심 조달금리 방어 기반 하락폭이 축소될 것으로 예상한다. 대출성장률은 4.3%로 예상한다 (가계대출 +3.1%, 기업대출 +5.1% YoY). 2) 비이자이익은 전년대비 18.3% 증가를 추정한다. 비은행 계열사 중 증권, 자산운용 및 은행 펀드판매 관련 비이자이익 확대될 것으로 예상한다.

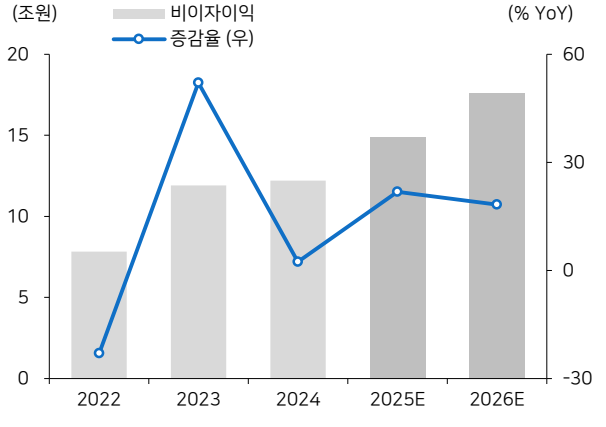
2026년 커버리지 은행 가중평균 대손비용률은 0.52% (+1bp YoY)로 상승폭 둔화가 지속될 것으로 예상한다. 선제적 대손충당금 요인 소멸, 당사 한국경제 추경 및 주가상승 발 소비심리 개선 등 내수 중심 회복 고려 시 안정화를 전망한다.

그림15 커버리지 합산 이자이익 추이 및 전망



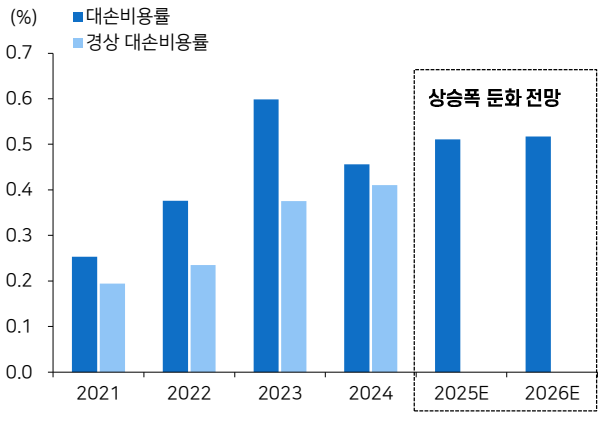
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 커버리지 합산 비이자이익 추이 및 전망



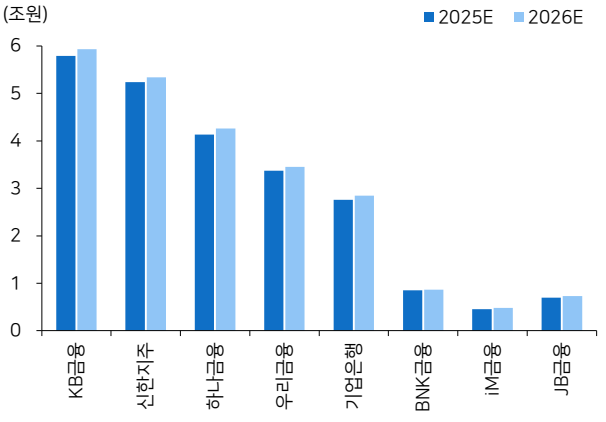
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 커버리지 단순평균 대손비용률 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 커버리지 은행 순이익 추정: 2025E, 2026E



자료: 메리츠증권 리서치센터

2026년 은행 CET-1비율 50bp 개선 여력 유효

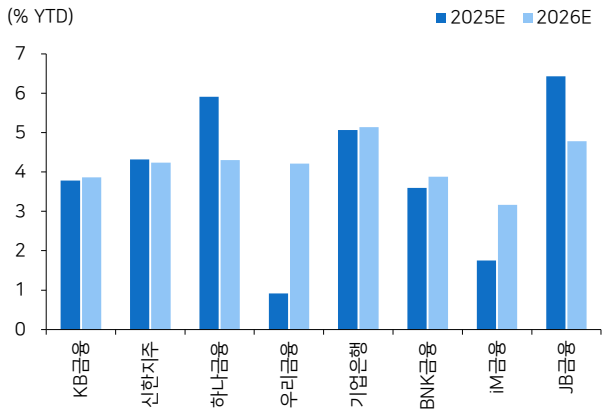
2026E 은행 CET-1비율은 순이익/RWA 등 고려 시 +50bp 개선 여력이 유효하다 (전통은행 기준).

1) 2026년 이익 규모만 고려 시 142bp 개선될 것으로 추정한다.

2) 대출성장률만 고려 시 91bp 감소할 것으로 추정한다 (당사 2026년 은행별 대출성장률 x 위험가중치 1.6% 가정). 2026년 은행들은 기업대출 중심 성장할 것으로 예상, 이에 따른 RW 값은 올해대비 상승할 것으로 예상한다 (RWA 성장률 +6.7% YoY 추정 vs. 2025E +4.4%)

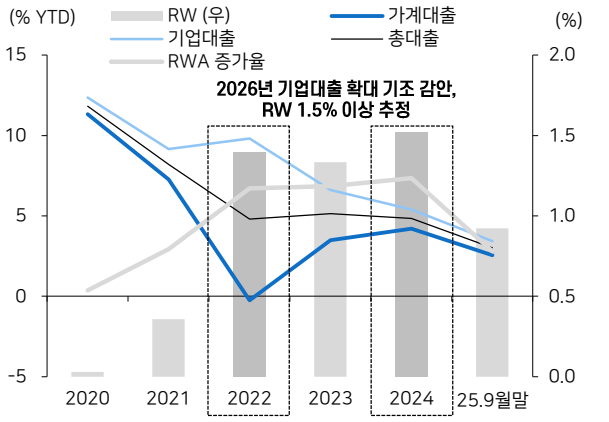
3) 원/달러 환율 고려 시 2bp 감소할 것으로 추정한다. 당사 2026E 원/달러 환율 1,400원 전망 기반 추정했다 (원/달러 10원 상승 시 KB -2bp, 신한 -1bp, 하나 -3bp, 우리 -1.5bp).

그림19 커버리지 은행 2026E RWA성장률 추정



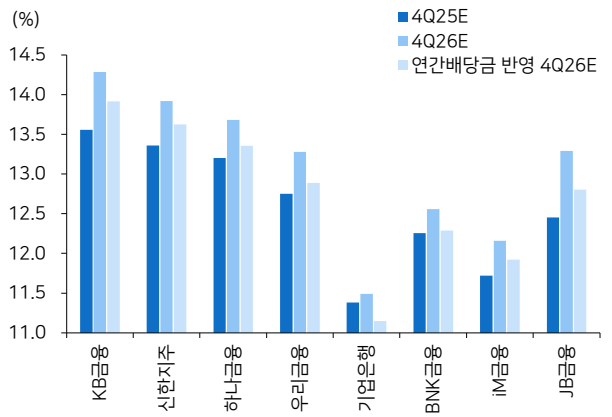
주: RW 보수적으로 1.6% 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 은행 대출성장률 vs. RWA성장률



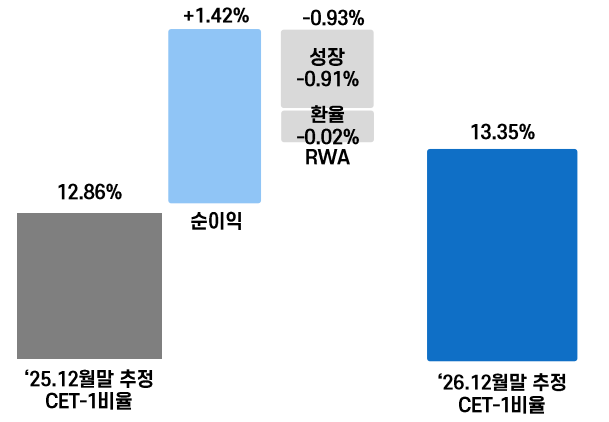
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림21 커버리지 은행 CET-1비율 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 2026E CET-1비율 추정



주: 커버리지 합산 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

2026E 주주환원율 49% 전망

2026E 은행 가중평균 주주환원율은 49% (배당 25% + 자사주매입 24%) 전망한다 vs. 2025년 은행 가중평균 주주환원율 44% 추정). 은행별로 CET-1비율 관리 목표 초과분에 대해 주주환원 적극 활용 예정이다 (시중은행 13.0%, 지방은행 12.5%).

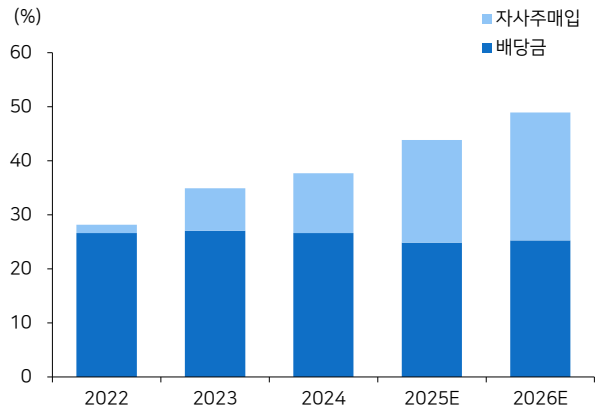
현재 국내 은행주의 Valuation 가장 큰 요인은 주주환원율이다. 다만 주주환원율 50% 초과 이후에는 배당금 및 ROE에 대한 고민이 필요할 것으로 예상한다. 일례로 일본 MUFG는 1) PBR 1배 이전 주주환원율 74%로 확대, 2) PBR 1배 이후 주주환원율 56% 축소되었으나 배당금을 확대, ROE를 8%대로 크게 회복됨에 따라 Re-rating을 경험한 바 있다.

은행들의 현 주주환원율 수준 및 배당소득 분리과세 제도 고려 시, 배당금 확대를 기대하기 충분하다. 이미 은행들은 분기 배당을 통해 가시적인 배당정책을 확립한 가운데, 일부 은행들은 비과세 배당 도입을 통해 '배당주'로서의 특성을 부각하고 있다. 현 배당소득 분리과세 제도 상 노력형 법인에 충족되기 위해서는 4Q25 배당금 확대 유인이 발생한다. 커버리지 은행 합산 기준 4Q25 배당금이 배당소득 분리과세 기준 충족 시, 기존 추정치 대비 약 4,400억원 증가할 것으로 추정한다 (배당수익률 커버리지 평균 기존 2.4% vs. 추정 2.6%).

은행 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 예상대비 가팔라진 은행들의 주주환원율 제고 속도 기반 Valuation 정상화 여력(= 글로벌 PBR-ROE 추세선 회복)은 여전히 충분하다. 은행 가중평균 2026E ROE 10%, 주주환원율 49% 기반 Target PBR 0.8배로 제시한다.

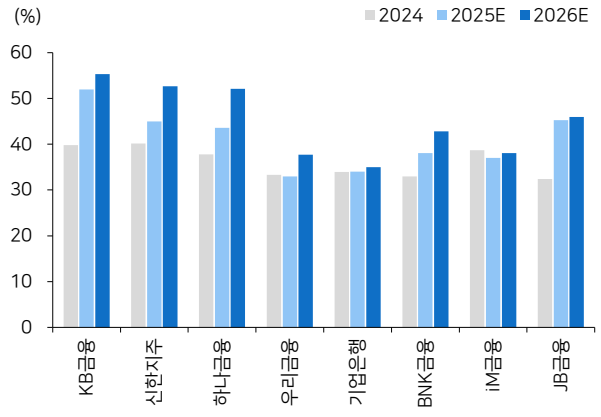
최선호주는 업종 내 자본비율 우위가 지속될 것으로 예상되는 KB금융을, 차선호주는 경쟁사대비 Valuation gap 축소여력이 높은 신한지주를 유지한다.

그림23 커버리지 은행 가중평균 주주환원율 추이 및 전망



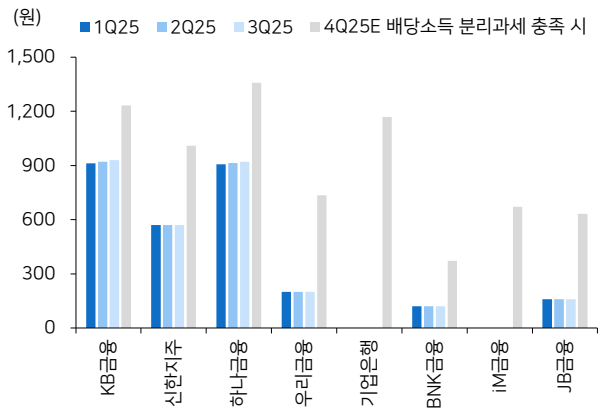
주: 회계기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림24 커버리지 은행 주주환원율 추이 및 전망



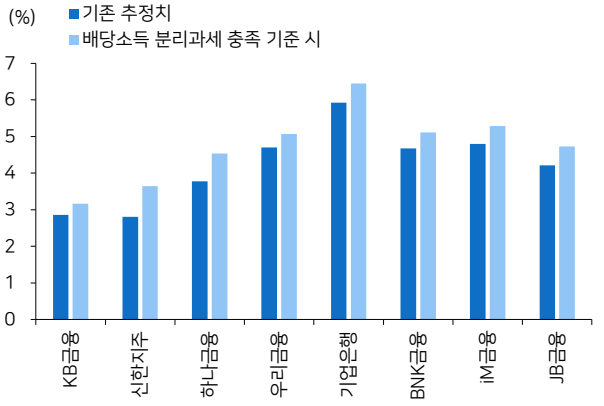
주: 회계기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림25 배당소득 분리과세 기준 충족 시 4Q25E DPS 변화



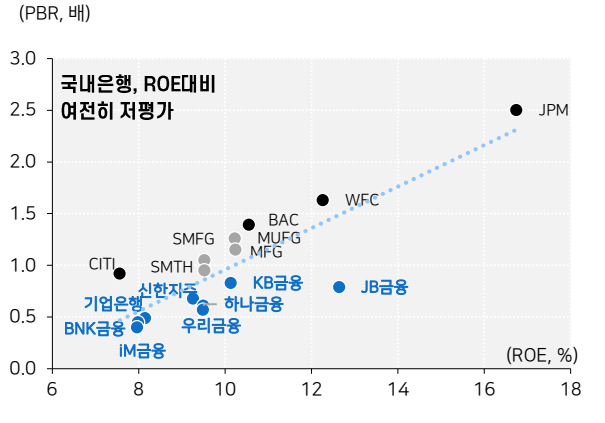
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 2026년 배당금 +10% YoY 기준 배당수익률



주: 시가총액 12월 3일 종가 기준
2025년 배당소득 분리과세 기준 충족 기준 배당금대비 +10% YoY 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 글로벌 은행 PBR – ROE (FY1)



주: 회계기준
자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표3 은행 PBR 민감도 분석: ROE vs. 주주환원성향

PBR (배)		ROE (%)						
		7	8	9	10	11	12	13
주주환원성향 (%)	34	0.38	0.48	0.58	0.69	0.79	0.89	1.00
	37	0.40	0.50	0.60	0.71	0.81	0.92	1.02
	40	0.42	0.52	0.63	0.73	0.83	0.94	1.04
	43	0.44	0.54	0.65	0.75	0.85	0.96	1.06
	46	0.46	0.56	0.67	0.77	0.87	0.98	1.08
	49	0.48	0.58	0.69	0.79	0.89	1.00	1.10
	52	0.50	0.60	0.71	0.81	0.91	1.02	1.12
	55	0.52	0.62	0.73	0.83	0.93	1.04	1.14

주: 미/일/국내은행 2024년 PBR = ROE, 주주환원율 회귀분석 결과값 활용
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 3 규제 완화로 가계 부를 늘릴 보험주

새롭게 시작될 2026년

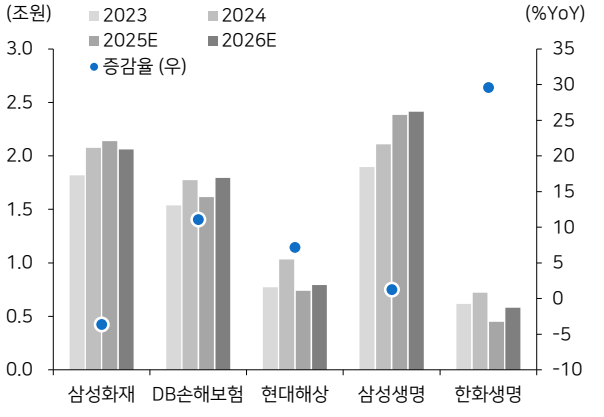
2026년 커버리지 보험 합산 순이익은 7.6조원 (+4% YoY) 추정한다. 제도 기반 손해율 개선, 거액사고 기저효과에 따른 보험손익의 개선세에 기인한다.

보험손익은 5.9조원 (+19% YoY) 추정한다. 올해 자연재해, 거액사고 등의 기저효과와 더불어 (DB손해보험 +40% YoY 추정; 금호타이어 500억원, LA산불 700억원 등) 4Q25 중 가정변경 이후 보험사들의 보험 질적 제고 노력 또한 고려했다. 이에 더해 비급여 관리 및 실손보험 개혁안에 대한 기대감도 유효하다.

투자손익은 3.9조원 (-4% YoY) 추정한다. 올해 일회성 요인에 따른 기저효과에 기인한다 (삼성화재 부동산매각이익 및 채권교체매매처분손실 합산 1,500억원, 삼성생명 부동산매각이익 2,300억원 등). 다만 해당 일회성 요인 제외 시, 양호한 금융시장 환경에 힘입어 +6% YoY 추정한다.

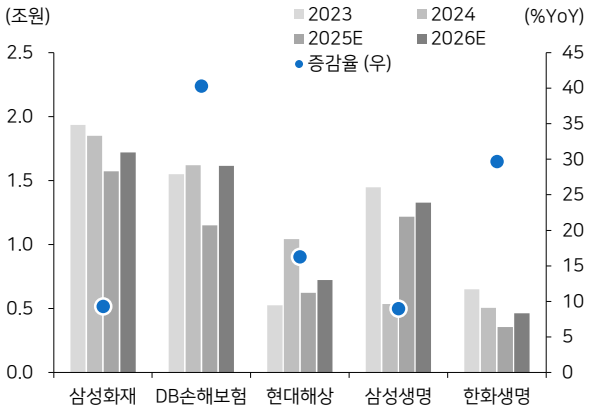
2026년 커버리지 보험 합산 CSM잔액은 62.7조원 (+4% YoY) 추정한다. 1) 신계약 CSM은 전년대비 4% 증가를 추정한다. CSM배수는 보험료 인상, 보험사들의 질적 경영태도에 힘입어 개선될 것으로 전망한다. 2) CSM 조정은 일회성 요인 제외 기준 전년대비 14% 증가를 추정한다. 현 보험상품의 장기 유지율이 하락하고 있는 추세 고려 시, 조정폭 확대는 불가피하다. 다만 현 보험사들의 유지율 관리를 위해 금융당국의 관리 감독이 강화되고 있는 점 고려 시 (보험 판매수수료 개편방안), 중장기적으로 보험사들의 CSM조정 개선이 이뤄질 것으로 예상한다.

그림28 커버리지 보험사별 순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림29 커버리지 보험사별 보험손익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표4 비급여 관리 및 실손보험 개혁안 주요 내용

비급여

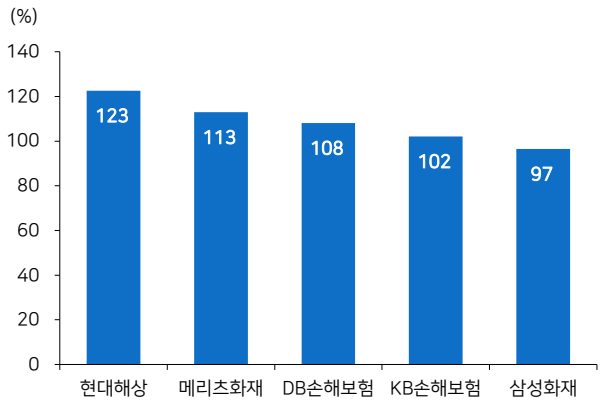
- 남용 우려 큰 비급여 항목을 **관리급여로 전환, 본인부담률 90~95% 적용**
- **'병행진료 급여 · 제한' 추진**, 병행진료 제한 비급여 항목과 함께 실시하는 일체 급여행위 (진찰료, 약제 등)에 비급여 적용(병행진료 필요성이 높은 경우에는 급여 인정)
- **'비급여 통합 포털'(가칭) 구축**하여 총진료비, 종별 · 지역별 세부 진료비, 안전성 · 유효성 평가 결과 등의 정보 공개
- **비급여 관리 위한 법체계 마련**

실손보험

- **급여 진료에서 일반 · 중증질환자 구분해 자기부담률 차등 적용.**
  일반질환자 실손보험 자기부담률을 건강보험 본인부담률과 동일 적용 (최저 자기부담률 20% 적용 병행)
  중증질환자 최저 자기부담률 20%만 적용(현행 수준 유지)
- 비중증 비급여 보장 한도 5,000→1,000만원으로 축소, 자기부담률 30→50%로 상향
- 임신 · 출산 급여의료비 신규 보장

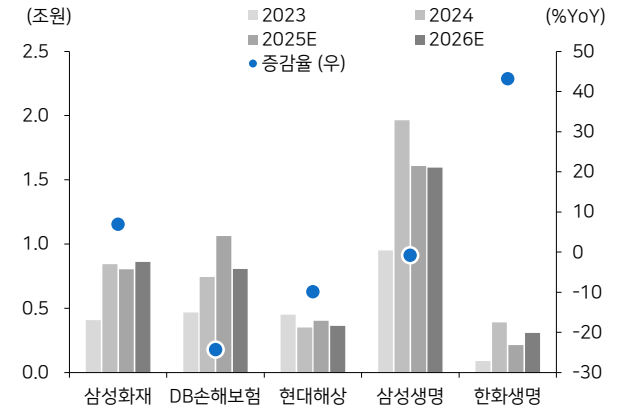
자료: 보건복지부, 메리츠증권 리서치센터

그림30 손보사 실손보험 손해율 (2024년 12월)



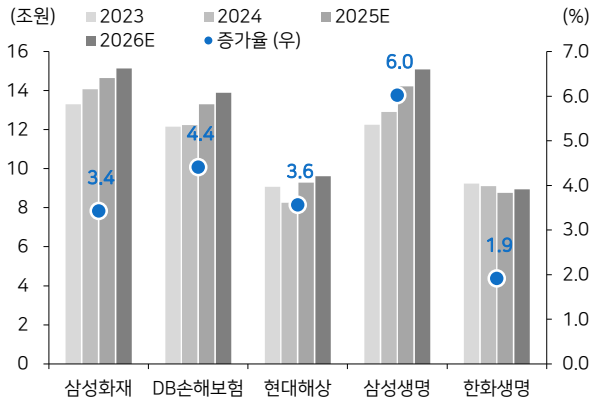
자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림31 커버리지 보험사별 투자손익 추이 및 전망



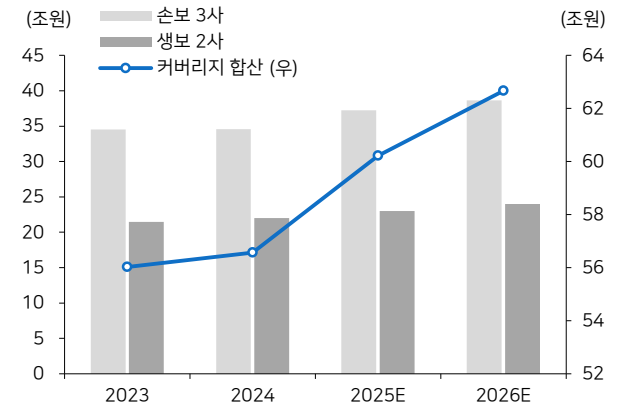
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림32 커버리지 보험사별 CSM 잔액 추이 및 전망



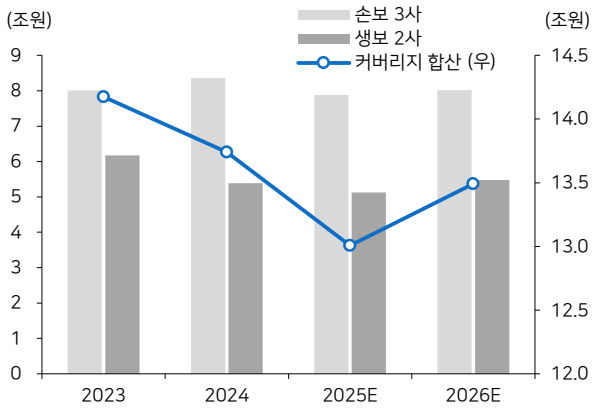
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 커버리지 보험사 CSM 잔액 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림34 커버리지 보험사 신계약CSM 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

제도 개선 기대 현실화 중

보험사도 은행과 함께 생산적 금융의 주체이다. 이에 은행뿐만 아니라 보험 또한 생산적 금융을 위해 K-ICS비율 합리화 방안이 논의되고 있다. 일례로 자산 투자 시 K-ICS 비율에 주요한 영향을 미치는 시장위험액 등과 관련하여 현 제도상 보수적인 위험 측정방식을 합리화를 진행하고 있다.

궁극적으로 보험사의 생산적 금융을 위해서는 건전성 및 배당 관련 제도 개선이 필요, 이에 대한 움직임이 본격화되고 있다. 1) 건전성 측면에서 할인율 제도가 개편되었다. 금감원은 할인율 제도 중 최종관찰만기 연장을 2035년까지 추진했다 (vs. 기존 2027년). 이에 따른 K-ICS비율 하락폭 축소 기대 가능하며, 1Q26 하락폭은 1Q25 대비 적을 것으로 예상한다. 2) 배당 측면에서 해약환급금준비금 합리화가 검토되고 있다. 현 해약환급금준비금 제도 상, 여전히 배당가능한 보험사는 삼성화재, DB손해보험, 삼성생명에 국한된다. 추후 제도 개선 시, 커버리지 보험사 모두 배당을 기대해 볼 수 있다.

그림35 금융위원장 – 보험사 CEO 간담회 주요 내용

① 저출산 극복 지원 3종세트

소비자 부담 완화형 '출산 · 육아 지원 제도' *'26.4월 全 보험사 동시 시행 예정		① 어린이보험료 할인 (최소1년, 보험사 자율율)
		② 보험료 납입유예 (6개월~1년, 무이자)
		③ 보험계약대출 상환유예 (최저1년, 무이자)
지원 대상	출산 또는 육아휴직 중인 계약자	▪ 출산 후 1년 이내 또는 육아휴직 기간 중 신청 가능
		▪ 계약당 1회, 3개 지원 중복 가능

② K-ICS 등 제도개편

손해율 등 계리가정 구체화 및 자본비율 관리 강화	▪ K-ICS 내용 비교가능성 제고
	▪ 기본자본비율 규제방안 연내 마련
	▪ 해약환급금 준비금 합리화 검토

③ 할인율 제도 개편

최종관찰만기 확대 및 듀레이션 규제 도입	▪ 최종관찰만기: '25~'30년까지 10년간 20년→30년으로 확대
	▪ 듀레이션 갭 관리지표 신설 추진

④ 생산적 금융 강화

보험자본의 실물경제 참여 확대	▪ 자본 취득 · 대출 · 펀드투자 규제 합리화
	▪ ALM 관리, 자산운용 수익률 제고 유도보험 자본의 실물경제 참여 확대

자료: 금융위원회, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표5 최종관찰만기 확대 일정 변경

시기		'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34	'35
최종관찰만기	현행	20	20	23	26	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	개선			23	23	23	24	24	25	26	27	28	29	30

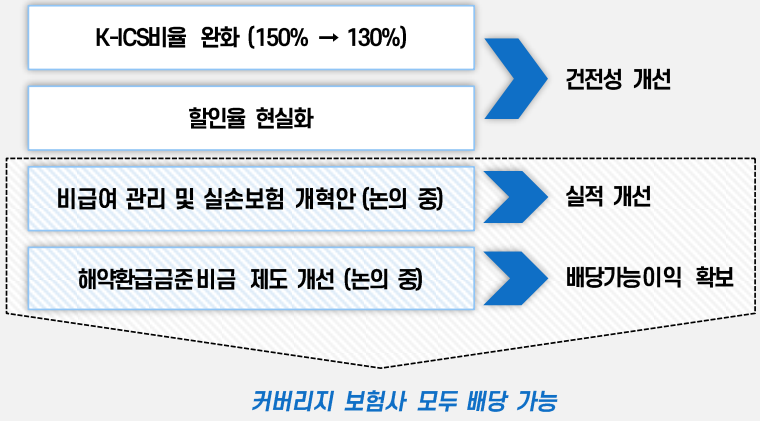
자료: 금융감독원

개선을 기대해볼 수 있는 2026년

보험 업종에 대해 투자의견 Neutral 유지한다. 보험업의 업황은 여전히 부진하며, 배당가능이익 역시 불확실성이 높은 상태이다. 다만 비급여 관리 방안, 해약환급금준비금 제도 등 진행될 시, 빠른 업황 개선 기대 가능하다.

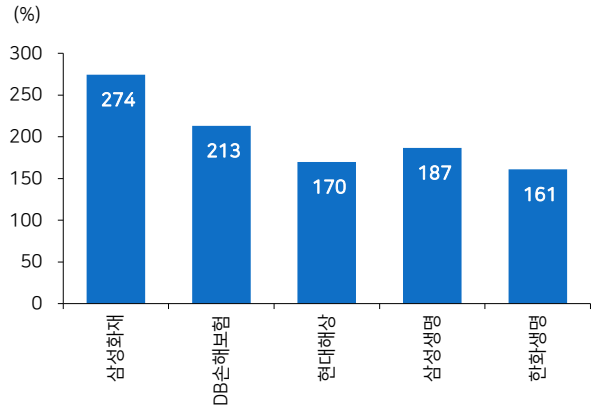
최선호주는 경쟁사대비 Valuation gap 축소 여력이 높으며, 미국 보험사 Fortegra 인수 통해 중장기적으로 이익 개선 (24년 ROE 26% vs. DB손해보험 21%) 및 주주환원확대까지도 기대 가능한 DB손해보험을 유지한다.

그림36 보험업권 관련 제도 환경



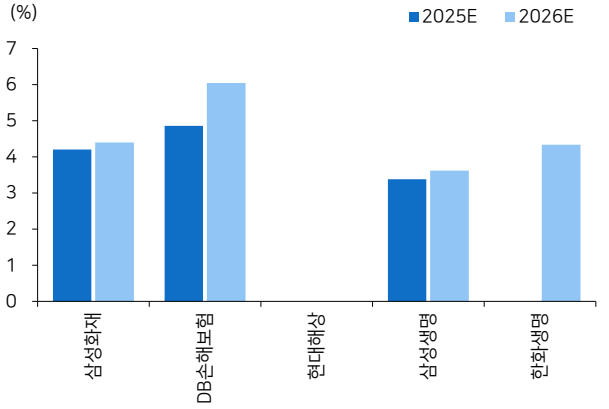
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 보험 K-ICS비율 (2Q25)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림38 보험 배당수익률 (2025E, 2026E)



주: 11월 13일 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 14일 발간된
[2026 Outlook #20 – 화장품: K-뷰티, 대항해시대!] 임

2026 Outlook #20 (해설판)

[화장품] K-뷰티, 대항해시대!

생활소비재
Analyst **박종대**
jdpark@meritz.co.kr

- ✓ 화장품 수출액은 2025년 YoY 11.9%, 2026년 YoY 14.5%로 성장률 제고 예상. 미국, 유럽에 이어 2026년 중동/중남미가 신규 수출 지역으로 부각될 전망. 온라인에서 오프라인으로 채널 확장 진행 중. 주요 인디 브랜드 미국 얼타뷰티/코스트코 등 대형 리테일러 입점 효과 본격화. 기초에서 색조, 바디/헤어 카테고리까지 수출 모멘텀 확대 진행 중.
- ✓ 국내 화장품 시장 채널 확대 효과 본격화. 다이소 화장품 카테고리 확장 및 이마트/롯데마트 등 유통업체 화장품 사업 본격 진출. 홈쇼핑 채널 높은 레퍼런스 효과로 인디 브랜드 수출 긍정적. 다이소 입점 브랜드 확대에 따라 ODM 업체들의 브랜드 사업 진출 개시. 유통 채널 확장되며 기존 올리브영 독점 체제 부작용 완화 예상
- ✓ 레거시 브랜드 사업 구조조정 및 마케팅 전략 전환 본격화. 아모레퍼시픽 강력한 브랜드 포트폴리오 바탕 지역 확장 순항 중. 추세적 실적 턴어라운드 가능할 전망. LG생활건강 대규모 구조조정 이후에도 마땅한 대안 보이지 않음. 브이티/에이블씨엔씨/마녀공장 등 마케팅 확대 전략 결과 눈여겨볼 필요

Part 1 2026년 화장품 수출 전망

2026년 화장품 수출 YoY 14.5% 예상

2025년 화장품 수출액은 전년 대비 11.9% 증가한 95.9억달러, 2026년 화장품 수출은 전년 대비 14.5% 증가한 109.7억 달러로 추정한다. 2025년보다 2026년 수출 증가율은 더 높아질 것으로 보는데, 그 이유는 크게 세가지이다.

첫째는 중국의 감소폭 완화이다. 2025년 대 중국 화장품 수출(YoY -18% 예상)은 대단히 부진했다. 2024년까지 수출 비중 1위를 차지하던 중국으로의 수출이 큰 폭 감소하다보니, 다른 지역에서의 고성장이 전체 수출 증가율을 견인하기에는 한계가 분명했다. 2026년 대 중국 화장품 수출은 YoY -7%로 감소폭이 둔화될 것으로 추정한다. 중국 소비경기 회복과 한한령의 실질적 해제 효과를 반영한 것인데, 한한령이 본격적으로 해제된다면 대 중국 화장품 수출의 YoY (+) 전환 가능성도 존재한다. 2026년 YoY -7%는 상당히 보수적인 수치라고 할 수 있다.

둘째는 미국과 유럽의 견조한 성장세이다. 2026년 북미 화장품 수출액은 YoY 15%(2025년 YoY 16%), 유럽 YoY 30%(2025년 YoY 43%)로 그다지 둔화되지 않을 것으로 예상한다. 미국에서는 주요 인디 브랜드 업체들이 잇달아 얼타뷰티/코스트코 등 현지 대형 리테일러에 입점하며 온라인에서 오프라인으로 채널 확장이

이루어지고 있다. 유럽으로는 예스아시아 등 신규 무역벤더들의 역할이 활발해지며 수출 파이프라인을 계속해서 넓혀나가고 있다.

셋째는 중동과 중남미의 약진이다. 중동(YoY 35%), 중남미(YoY 100%) 모두 실리콘투의 현지 법인/물류센터 가동 효과로 수출 증가율이 상당히 높을 것으로 기대한다. 남미의 경우 지금까지 현지 개인/소규모 벤더들을 통한 '모세혈관' 수출이었다면, 2026년부터는 화장품 수출의 '대동맥'이 새로이 생기는 꼴이다. 특히 브라질은 미국, 중국에 이어 세계 화장품 시장 규모 3위를 차지하는 화장품 소비 대국이며, 멕시코 또한 상당히 큰 시장이라는 점은 대단히 고무적이다.

표1 **글로벌 화장품 시장규모 톱 20**

(십억달러)	국가명	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	% CAGR ('19~'23)	% CAGR ('24~'30)
1	미국	78.3	87.8	95.6	103.4	109.1	113.9	118.3	122.3	126.0	130.7	135.3	6.4	3.7
2	중국	66.0	72.2	67.6	69.8	73.5	77.3	81.3	85.3	89.3	93.8	98.4	3.3	5.0
3	**브라질**	**21.3**	**21.3**	**24.0**	**27.1**	**29.7**	**32.3**	**35.1**	**38.1**	**41.1**	**44.6**	**48.4**	**7.6**	**8.5**
4	일본	24.3	24.1	25.3	26.5	27.8	28.9	29.8	30.7	31.6	32.6	33.6	-1.6	3.2
5	독일	15.7	15.8	17.3	19.1	20.1	20.9	21.7	22.4	23.1	23.9	24.7	4.3	3.5
6	영국	13.5	14.1	15.1	16.2	16.9	17.7	18.7	19.7	20.9	22.0	23.3	2.8	5.4
7	프랑스	12.0	12.2	13.1	13.9	14.6	15.2	15.9	16.5	17.2	17.9	18.7	1.8	4.2
8	인도	10.1	11.2	12.5	13.7	14.9	16.1	17.3	18.6	20.0	21.5	23.1	7.3	7.6
9	**멕시코**	**9.5**	**10.6**	**11.9**	**13.6**	**15.0**	**16.6**	**18.3**	**20.2**	**22.2**	**24.5**	**27.0**	**7.8**	**10.3**
10	대한민국	10.3	10.9	11.6	12.2	12.8	13.3	13.9	14.4	14.8	15.4	16.0	2.3	3.7
11	이탈리아	8.9	9.7	10.6	11.7	12.0	12.2	12.4	12.6	12.8	13.0	13.2	4.4	1.6
12	스페인	7.0	7.7	8.7	9.6	10.2	10.8	11.2	11.6	12.0	12.6	13.0	5.0	4.1
13	캐나다	6.8	7.1	8.1	9.1	9.5	9.8	10.1	10.4	10.7	11.0	11.3	6.7	3.0
14	러시아	6.7	6.9	7.4	7.9	8.1	8.4	8.6	8.9	9.2	9.5	9.9	3.2	3.3
15	호주	5.8	6.1	6.6	7.1	7.6	8.0	8.4	8.9	9.4	9.9	10.5	5.2	5.6
16	인도네시아	5.4	5.7	6.3	6.6	7.2	7.8	8.5	9.2	9.8	10.6	11.5	6.4	8.1
17	사우디아라비아	4.7	5.1	5.8	6.3	6.8	7.5	8.3	9.2	10.3	11.5	12.8	6.7	11.0
18	태국	4.7	4.8	5.4	6.2	6.9	7.6	8.2	8.9	9.5	10.3	11.1	3.9	8.2
19	이란	1.4	2.5	4.0	6.0	8.1	10.1	12.7	16.1	20.5	25.8	32.6	69.1	26.1
20	폴란드	3.9	4.2	4.7	5.2	5.7	6.1	6.5	6.9	7.3	7.8	8.2	6.2	6.4
	기타국	76.6	82.5	91.9	105.3	120.2	138.9	160.4	186.0	216.6	266.4	331.0	6.8	18.4
	합계	**393.0**	**422.7**	**453.3**	**496.4**	**536.5**	**579.2**	**625.5**	**676.8**	**734.4**	**815.2**	**913.4**	**5.3**	**9.3**

주: 2025. 02. 20 기준
자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국 화장품 지역별 수출 추이와 전망

(백만달러)	'20	'21	'22	'23	'24	'25E	'26E	'27E
합계	**6,112**	**7,661**	**6,687**	**7,182**	**8,567**	**9,587**	**10,975**	**12,632**
중국	3,045	4,139	3,076	2,377	2,156	1,768	1,644	1,760
일본	548	665	624	667	840	908	971	1,029
기타아시아	1,439	1,415	1,436	1,847	2,228	2,495	2,745	2,964
북미	514	695	749	1,090	1,651	1,915	2,202	2,511
유럽	441	581	601	916	1,186	1,702	2,213	2,766
중동	65	82	106	150	286	429	579	724
중남미	22	36	39	52	88	180	361	541
기타	39	48	56	83	130	189	259	336
% YoY	**14.8%**	**25.3%**	**-12.7%**	**7.4%**	**19.3%**	**11.9%**	**14.5%**	**15.1%**
중국	24.8%	35.9%	-25.7%	-22.7%	-9.3%	-18.0%	-7.0%	7.0%
일본	59.8%	21.4%	-6.2%	6.9%	26.0%	8.0%	7.0%	6.0%
기타아시아	-9.4%	-1.7%	1.5%	28.6%	20.6%	12.0%	10.0%	8.0%
북미	12.6%	35.3%	7.8%	45.5%	51.5%	16.0%	15.0%	14.0%
유럽	12.2%	31.7%	3.5%	52.3%	29.5%	43.5%	30.0%	25.0%
중동	43.3%	25.2%	30.6%	41.1%	90.4%	50.0%	35.0%	25.0%
중남미	-6.0%	66.4%	7.3%	33.1%	71.0%	104.0%	100.0%	50.0%
기타	18.9%	22.2%	16.8%	48.3%	57.5%	45.0%	37.0%	30.0%

자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

미국 관세 부담은 오히려 기회

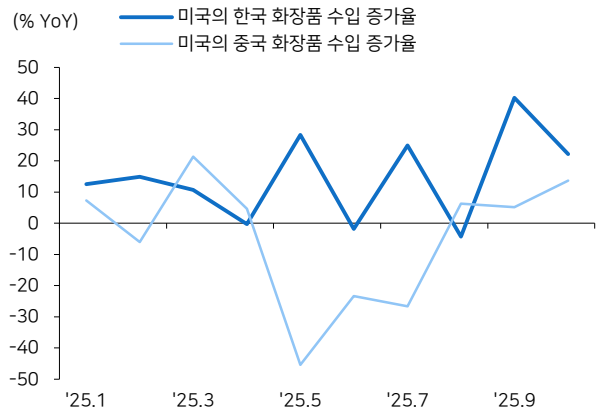
미국의 관세 부담이 본격화된 5월 이후, 대미국 화장품 수출 증가율은 오히려 높아졌다. 1월~4월 대미국 평균 수출 증가율은 YoY 10%였으나, 5월~8월 평균 수출 증가율은 YoY 13%로 증가했다. 다른 국가와 비교했을 때 이례적인 현상이다. 5월~8월 미국의 화장품 수입은 관세 영향으로 평균 YoY 5.3% 감소했으며, 국가별로는 프랑스 YoY -20%, 캐나다 YoY -1%, 이탈리아 YoY -10% 등 주요 국가로부터 수입량은 모두 줄어들었다.

특히 미국의 중국 화장품 수입량은 5월 이후 평균 YoY 22% 감소했는데, 이는 K-뷰티의 미국 시장 점유율 확대로 이어질 수 있다. 중국산 초저가 화장품 판매가 줄어든다면, 대체효과로 차상위 가격대의 K-뷰티 수요 증가 가능성을 기대할 수 있기 때문이다. 5월~8월 미국 화장품 수입 시장의 한국 점유율은 26.1%로 1~4월 평균 21.2%보다 4.9%p 상승했다. 주요 수입 5개국 가운데 시장 점유율이 상승한 나라는 한국뿐이다.

다만, 이런 현상이 반드시 좋은 것 만은 아니다. 중국의 대미국 수출 둔화 효과로 C뷰티가 동남아 시장에 빠르게 침투하고 있는 것은 부담이다. 미국 수출길이 좁아진 중국 업체들이 로컬 브랜드는 물론 K-뷰티 가품까지 동남아 시장에 뿌리고 있다. 이는 동남아 지역 노출도가 높은 인디 브랜드/무역벤더는 물론 코스맥스와 같은 ODM 업체들의 실적 부진 요인으로 작용하고 있다.

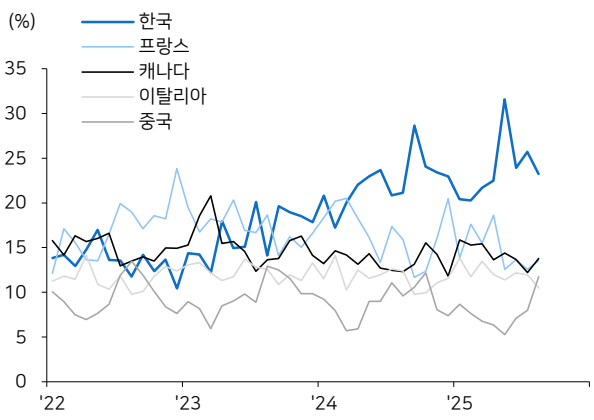
우려와는 달리, 한국의 대미국 화장품 수출은 견조한 증가세에 있다. 미국의 수입 감소세를 감안하면 더욱 두드러진 성과다. 2023년 이후 한국의 대미국 화장품 수출은 흔들림 없이 증가해왔으며, 그 사이 월 평균 수출금액은 2022년 5,880만 달러에서 2025년 1억 4,790만 달러로 2.7배나 늘었다. 수입 시장 점유율은 2022년 13.5%에서 2025년 23.7%로 상승했다.

그림1 미국의 한국/중국 화장품 수입 증가율



주: 9~10월 수치는 추정치
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국의 화장품 수입 국가별 비중



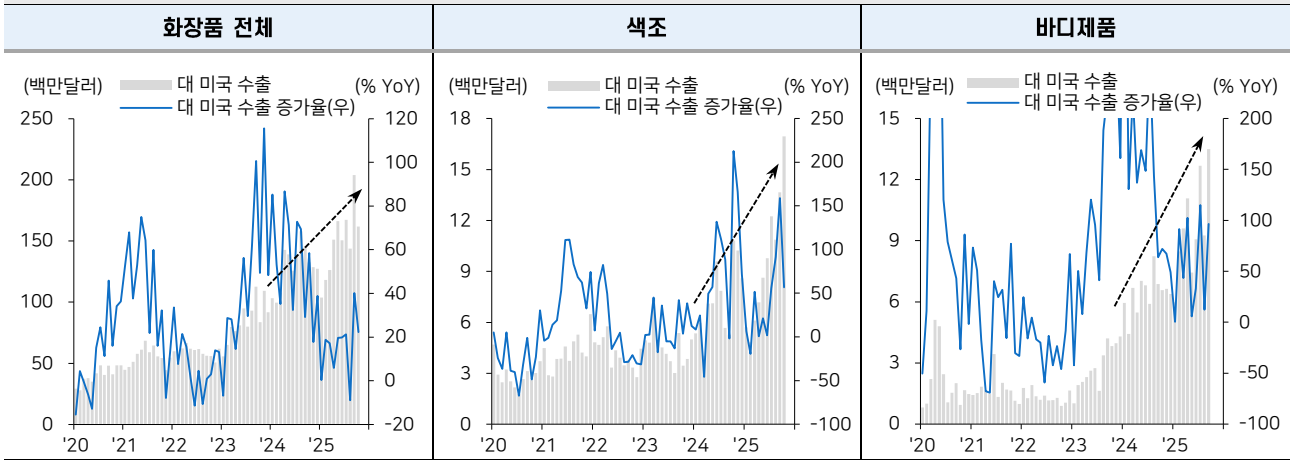
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

카테고리 확장: 기초 → 색조 → 헤어/바디

미국 시장에서 한국 화장품의 성장 여력은 여전히 크다. 채널 측면에서 온라인 → 오프라인 확장과 함께, 카테고리로는 기초에서 색조로 영역을 확대하고 있다. 올해 3분기 대미국 색조 화장품 수출 증가율은 평균 YoY 102%까지 급상승했다. 티르티르의 미국 매출은 올해 1,000억원에 이를 전망이며, 롬앤의 볼륨핵트리오, 에이블씨엔씨의 BB크림도 히트 제품으로 기대를 모으고 있다. 최근 방영된 〈저스트 메이크업〉과 같은 TV프로그램 효과도 기대해봄직하다.

색조와 함께 헤어/바디 카테고리의 수출 고성장은 K-뷰티 브랜드의 실적 개선 여력을 높이는 또 하나의 요인이다. 아모레퍼시픽의 미장센 퍼펙트 세럼은 아마존 프라임데이 헤어 오일 카테고리 1위를 차지했으며, LG생활건강의 닥터그루트는 아마존 두피 트리트먼트 카테고리 판매 1위에 오르며 2025년 상반기 매출이 YoY 800% 증가했다. 애경산업은 3분기 생활용품 해외 매출이 YoY 38% 증가하는 한편, 생활용품 영업이익이 화장품을 넘어서며 새로운 성장 동력으로 작용 중이다.

그림3 대 미국 카테고리별 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 2026년 화장품 국내 시장 전망

화장품 채널의 확장: 다이소가 쏘아올린 유통 시장 경쟁

K-뷰티의 중장기 지속 성장을 위한 과제 중 하나는 국내 오프라인 채널에서의 고객 접점 확대이다. 그간 올리브영의 독점적인 지위가 지속되면서 판가는 소비자에게, 마케팅비는 브랜드 업체에게 고스란히 전가되었다. 높아진 가격으로 고객 충성도가 저하되었으며, 막대한 마케팅비 부담으로 신규 브랜드의 입점은 점점 어려워졌다. 대형 브랜드 중심의 큐레이팅이 이어지며 MD 경쟁력은 줄어들고 더 이상 초창기 '브랜드 등용문'으로서 올리브영의 의미는 퇴색되었다.

그러나 최근 다이소를 시작으로 오프라인 채널 간 화장품 유통 경쟁이 다시 불 붙고 있다. 기존에 다이소는 올리브영에서 검증된 브랜드의 세컨 브랜드, 또는 다이소 전용 제품으로 매대를 채웠으나, 최근에는 중소형 인디 브랜드에게 문호를 개방하고 ODM 업체들에게 전용 브랜드 생산을 요청하면서까지 공격적으로 화장품 카테고리를 강화하고 있다. 다이소의 국내 점포 수는 1,570여개인데, 점포 수 확장 여력이 제한적인 가운데 화장품 카테고리를 통해 매출과 수익성을 제고할 수 있게 된 것이다. 다이소의 2024년 뷰티 매출액은 전년 대비 144% 증가했으며, 올 상반기 기준 약 100개 브랜드, 800여종 이상의 제품을 취급하고 있다.

다이소 화장품의 성공은 유통 업계의 초저가 화장품 경쟁으로 이어졌다. 동종 유통업체로의 집객 쏠림을 경계한 이마트는 기존의 숍인숍 입대료 수익 모델에서 탈피해 브랜드와 직접 협업을 통한 4,950원 전용 제품을 론칭했다. LG생활건강의 '글로우 업 바이 비욘드'를 시작으로, 애경산업/에이블씨앤씨 등이 입점했다. 주 고객층이 대부분 40대 이상 장년층인만큼, 최저가는 아니지만 브랜드 아이덴티티를 고려한 제품 구성을 통해 큰 호응을 얻고 있다. 현재 총 10개 브랜드, 16만 5,000개 이상의 누적 판매량을 기록하고 있으며, 2026년부터는 화장품을 넘어 생활용품 전반으로 사업 영역을 확대할 계획이다.

다이소와 이마트 뿐 아니라 다양한 업체들이 오프라인 유통 경쟁에 뛰어들고 있다. 지난 5월 광장시장에 첫 점포를 오픈한 '오프뷰티'는 두달만에 점포 수를 10개까지 늘리며 20~30대 타겟 초저가 시장을 공략하고 있다. 생산 1년 이상 지난 브랜드 재고를 최대 90% 할인율로 판매하는 전략이다. CU/GS25 등 편의점들도 압도적인 접근성을 무기로 뷰티 카테고리를 확대하며 올리브영과 다이소의 빈자리를 빠르게 침투하고 있다. 최근에는 현대홈쇼핑이 오프라인 매장 '코아시스'를 오픈하며 홈쇼핑에서 검증된 제품을 최저가로 공급하기 시작했다.

유통업계의 공격적인 화장품 사업 확대는 근본적으로 K-뷰티의 글로벌 모멘텀으로 인해 가능한 것이다. 다이소/이마트 등의 저가 채널을 통해 브랜드가 수익을 내기는 대단히 힘들다. 브랜드는 다이소/이마트 입점을 기반으로 안정적인 생산물량을 확보하고 수출을 확대하면서 마진을 추구한다. 수익은 나지 않더라도 수출 레퍼런스를 확보하기 용이한 채널인 것이다. 이러한 유통 채널 확대는 올리브영 독점 체제 하 고객 접점과 판로를 찾기 힘들었던 인디 브랜드 업체들에게는 대단히 긍정적인 현상이다.

그림4 **이마트의 글로우업 바이 비욘드**

자료: 이마트

그림5 **오프뷰티 광장 매장 입구**

자료: 오프뷰티

ODM 업체들의 브랜드 사업 진출

전술한 국내 화장품 유통 채널의 확대와 발맞춰 원료/ODM 업체들의 브랜드 사업 진출이 활발하게 나타나고 있다. 기존에 브랜드와 ODM은 상호 이해관계 문제로 인해 밸류체인 간 경계를 지키며 본업에만 매진했었다. 그러나 K-뷰티의 글로벌 모멘텀 이후 더 큰 시장이 열리면서 상호 직접 경쟁 가능성이 저하되었고, 밸류체인 간 경계는 허물어졌다. 더하여 다이소의 화장품 카테고리 확대로 ODM과 다이소의 이해관계가 일치하면서 많은 ODM 업체들이 브랜드 사업에 뛰어들고 있다.

애초 다이소는 인디 브랜드 업체들의 채널 진출 마지막 단계였다. 올리브영에서 제품력이 입증된 브랜드들이 저가/저용량 전용 제품 또는 세컨 브랜드를 통해 전개하던 채널이었다. 그러나 올리브영의 다이소 견제가 본격화되면서 메이저 브랜드들이 이전만큼 적극적으로 입점하기 어려워졌고, 이에 따라 다이소는 더욱 광범위하게 입점 브랜드를 물색하고 있다. 이는 중소 인디 브랜드와 ODM 업체에게 기회로 작용했다.

특히 ODM 업체들은 원가율을 크게 낮출 수 있다는 측면에서 다이소 입점에 거리낌이 없다. 일반적으로 인디 브랜드의 원가율이 30% 정도 되는데, ODM이 직접 브랜드를 전개한다면 원가율이 15%까지 떨어진다. 다이소 전용 브랜드라고 하더라도 온라인 판매는 가능하고, 수출에 제약이 없기 때문에 ODM 업체들 입장에서는 신규 성장 동력으로 작용할 수 있는 셈이다. 선진뷰티사이언스의 '아이레서피', 셀바이오휴먼텍의 '루솝', 삼성메디코스의 '큐어레스트', 제닉의 '셀더마' 등이 다이소에 입점해 큰 반향을 일으키고 있다.

그림6 **숍인숍처럼 커진 다이소 화장품 코너**

자료: 다이소

그림7 **삼성메디코스의 큐어레스트**

자료: 삼성메디코스

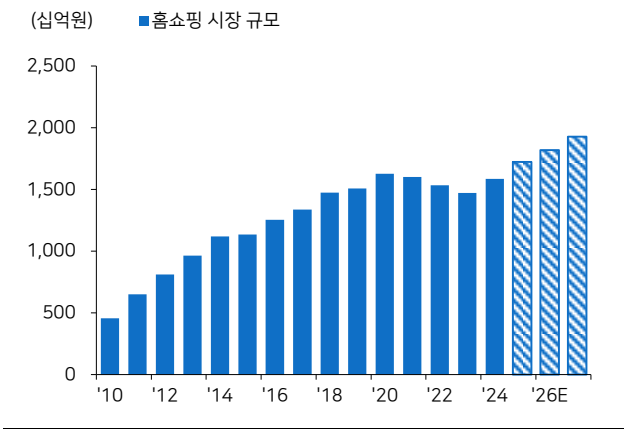
홈쇼핑 화장품이 매력적인 이유

지금과 달리 중소형 신규 브랜드의 론칭 자체가 힘들던 시기, 홈쇼핑은 이들의 유일한 소비자 접점 역할을 해왔다. 2024년 홈쇼핑 채널 화장품 매출 규모는 약 1조 6천억원으로 추정하는데, 브랜드 업체들은 홈쇼핑 채널을 수익 목적보다는 마케팅 채널로 활용하고 있다. 높은 판매수수료에도 불구, 1시간 동안 제품을 광고할 수 있는 채널로서 의미가 있는 것이다. 홈쇼핑 채널 저성장과 함께 홈쇼핑의 화장품 매출 성장률도 둔화되고 있지만, 전체 홈쇼핑 시장 매출의 15% 내외 수준을 유지하면서 중요한 마케팅 창구로서 역할을 다하고 있다.

신규 시청자 유입이 제한적인 상황에서 송출 수수료가 증가하면서 수익성 부담이 점점 커지고 BEP 이상을 기대하기 어려워졌다. 세포랩과 같이 홈쇼핑 채널 특화로 홈쇼핑으로만 매출 500억원을 일으키는 업체들도 있으나, 대부분의 인디 브랜드는 홈쇼핑 송출을 줄이고 있다. 달바는 홈쇼핑을 줄이고 있고, 아누아나 스킨천사는 홈쇼핑 방송을 하지 않는다.

그래도 여전히 홈쇼핑은 화장품 브랜드 업체들의 핵심 채널 가운데 하나이다. i) 홈쇼핑 판매 실적은 수출에 용이한 지표이며, ii) 브랜드 업체의 온라인 마케팅 시험 무대 역할을 하기 때문이다. iii) 올리브영/다이소 이외 홈쇼핑과 같은 제대로된 채널이 없기도 하고, iv) 홈쇼핑의 주 고객층인 5060의 소비를 무시할 수 없기 때문이기도 하다.

그림8 홈쇼핑 화장품 시장 규모 추이와 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 홈쇼핑 기반으로 수출까지 확대하고 있는 세인트프랑

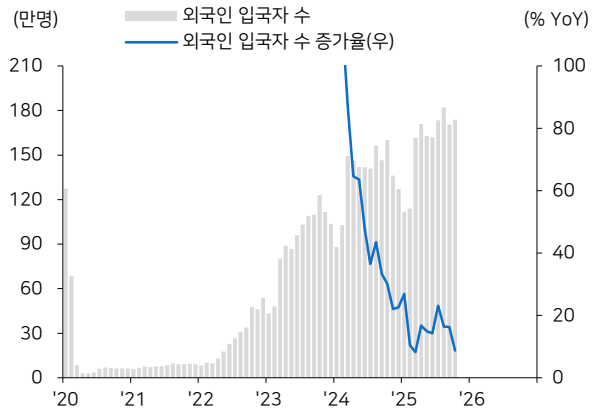
자료: 세인트프랑

케데헌 최대 수혜는 올리브영

올리브영의 국내 매장 수가 1,400개가 넘어가면서 점포 수 증가를 통한 성장이 한계에 직면했다. 더하여 해외 진출 효과와 실적 기여도가 미미한 상황에서, 외국인 인바운드 증가는 올리브영의 든든한 버팀목이 되어주고 있다. 올리브영의 3분기 매출은 1조 5,570억원(YoY 26%)을 기록하였고, 점포당 매출은 월 2.6억원까지 상승하면서 회복세를 이어가고 있다.

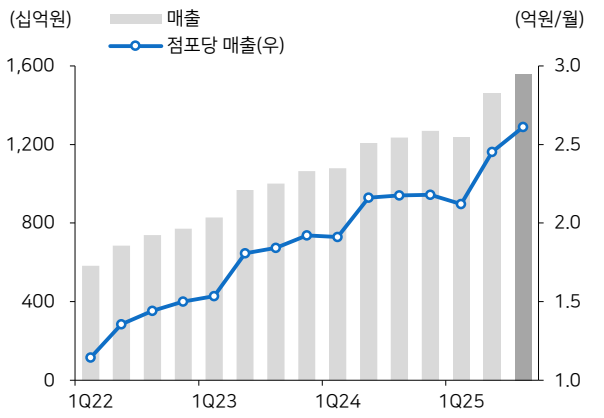
이러한 호실적에는 외국인 고객 수요가 주효했다. 3분기 외국인 입국자 수는 YoY 18.5%로 견조한 성장세를 이어가고 있는데, K-뷰티 글로벌 모멘텀으로 인해 올리브영이 필수 관광 코스로 떠오르면서 외국인이 올리브영의 새로운 성장 동력이 되어주고 있다. 올해 1월~11월 전국 오프라인 매장에서 외국인 관광객의 누적 구매 금액은 1조원을 돌파했으며, 외국인 매출 비중은 25%를 넘어섰다. 글로벌텍스프리에 따르면 국내 화장품 결제의 88%가 올리브영 매장에서 발생했는데, 한국에서 화장품을 구매한 외국인 10명 중 9명이 올리브영에서 소비한 셈이다.

그림10 월별 외국인 인바운드 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 분기별 올리브영 점포당 매출 추이



자료: 올리브영, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국 화장품 시장 규모 전망

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
식약처(생산-수출+수입)	7,605	7,637	5,028	5,160	5,552	-	-	-
% YoY	-24.8	0.4	-34.2	2.6	7.6	-	-	-
유로모니터	12,155	12,476	15,007	15,956	17,337	18,487	19,460	20,160
% YoY	-6.1	2.6	20.3	6.3	8.6	6.6	5.3	3.6
화장품 소매판매액(통계청)	**32,777**	**34,991**	**37,473**	**35,062**	**34,324**	**33,309**	**-**	**-**
% YoY	-19.8	6.8	7.1	-6.4	-2.1	-3.0	-	-
국내 화장품 시장규모	**28,245**	**31,415**	**32,273**	**31,283**	**33,385**	**33,734**	**35,230**	**38,151**
% YoY	-16.9	11.2	2.7	-3.1	6.7	1.0	4.4	8.3
한국 화장품 산업규모	**35,513**	**40,188**	**40,917**	**40,676**	**44,988**	**47,059**	**50,595**	**55,835**
% YoY	-11.7	13.2	1.8	-0.6	10.6	4.6	7.5	10.4
Premium	**15,349**	**17,975**	**17,815**	**14,718**	**15,134**	**13,540**	**13,141**	**14,180**
인적판매	1,452	1,396	1,330	1,276	1,145	1,029	977	929
백화점	1,647	1,956	2,232	2,435	2,518	2,601	2,749	2,895
면세점	12,250	14,623	14,253	11,007	11,471	9,911	9,415	10,357
Masstige	**12,896**	**13,440**	**14,458**	**16,565**	**18,251**	**20,193**	**22,089**	**23,970**
전문점	3,827	3,588	3,577	4,721	5,557	6,430	7,293	8,111
브랜드샵	1,875	1,382	1,178	988	874	786	723	680
H&B	1,952	2,206	2,399	3,732	4,684	5,644	6,569	7,431
(온라인)	12,941	12,877	11,064	11,979	12,825	13,975	15,103	16,200
순수 온라인	4,844	6,029	7,099	8,022	8,702	9,635	10,564	11,482
기타	4,225	3,823	3,781	3,823	3,992	4,129	4,232	4,378
TV홈쇼핑	1,627	1,601	1,533	1,470	1,586	1,722	1,818	1,928
슈퍼/마트	1,874	1,516	1,479	1,531	1,521	1,466	1,412	1,382
편의점	265	270	312	341	381	411	447	484
기타	459	436	457	480	504	529	556	584
화장품 수출	**7,268**	**8,773**	**8,644**	**9,393**	**11,603**	**13,326**	**15,364**	**17,685**
% YoY	17.1	20.7	-1.5	8.7	23.5	14.8	15.3	15.1
화장품 수입	**1,050**	**1,042**	**1,194**	**1,222**	**1,248**	**1,390**	**1,495**	**1,576**
% YoY	-13.1	-0.7	14.5	2.4	2.1	11.4	7.6	5.4

자료: 식품의약품안전처, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 레거시 브랜드들의 도전

아모레퍼시픽과 LG생활건강의 차이

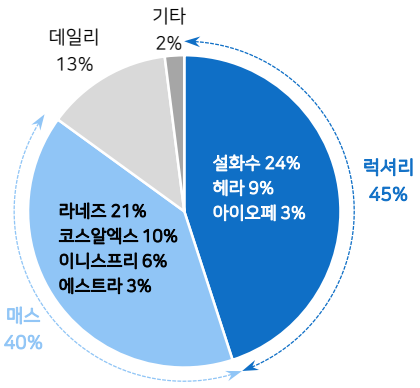
3분기 아모레퍼시픽이 견조한 실적 턴어라운드를 이어가는 반면, LG생활건강은 화장품 사업이 적자 전환하면서 또 한번 큰 폭의 어닝 쇼크를 기록했다. 두 회사의 극명한 실적 차이는 크게 두 가지 요소에 기인한다.

첫째는 면세점과 중국 사업 노출도이다. 아모레퍼시픽의 구조조정이 더 빨랐다. 아모레퍼시픽은 2023년 이후 중국과 면세점 매출을 빠르게 줄여왔으나, LG생활건강은 그렇지 못했다. 2024년 아모레퍼시픽 화장품 사업의 중국 의존도는 23%까지 낮아졌지만, LG생활건강은 45%로 여전히 높은 수준이다. 중국 의존도가 높은 상황에서 다른 지역에서 성장 모멘텀을 찾기 어렵다 보니 중국과 면세점 사업을 통한 외형 유지에 자원을 투입할 수 밖에 없던 것이다.

둘째는 브랜드 라인업 차이이다. 아모레퍼시픽의 경우 설화수를 비롯한 럭셔리 매출 비중이 45%까지 줄어든 반면, LG생활건강의 럭셔리 매출 비중은 아직 73%이며, 후 매출 비중이 52%에 달한다. 따라서 중국 사업과 '후' 브랜드에 대한 의존도가 클 수 밖에 없으며, CNP/빌리프/더페이스샵 등 차세대 브랜드의 고성장에도 실적 기여도가 제한적이다.

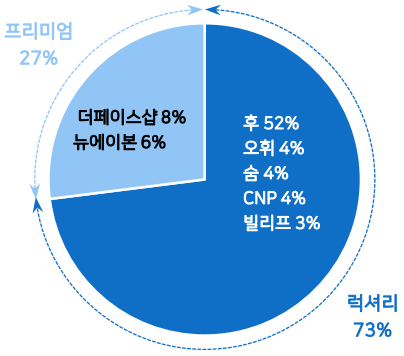
LG생활건강 구조조정 이후에도 별다른 대안이 보이지 않는 한편, 아모레퍼시픽은 레거시의 깊이와 인디의 속도를 융합한 브랜드 투트랙 전략을 본격 가동 예정이다. 기민한 브랜드 관리와 효율적인 자원 분배를 통해 진정한 멀티 브랜드 컴퍼니로 도약을 선언했다. 2030년 매출 8조원, 2035년 매출 15조원/영업이익률 10% 후반을 목표하고 있다.

그림12 아모레퍼시픽 브랜드 부문별 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림13 LG생활건강 브랜드 부문별 매출 비중



자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

레거시 브랜드들 마케팅 전략 전환, 관건은 두 가지

최근 미국/유럽으로 지역 확장을 두고 기존 방식에 한계를 느낀 레거시 브랜드들이 마케팅 전략의 획기적인 전환을 도모하고 있다. 브이티는 마케팅비 비중을 매출의 8%에서 15%까지 크게 늘렸고, 에이블씨엔씨도 분기 매출의 5% 수준인 30억원을 추가 투입했다. 마케팅 효율이 아직 정상화되지 않은 상황, 이들의 단기 실적은 부진할 수 밖에 없다. 관건은 두가지이다.

첫째, 과연 비용이 효과적으로 집행될 것이냐는 것이다. 비용만 쓴다고 매출이 오르지는 않는다. 현지 시장 상황을 정확하게 꿰뚫고 있는 인력이 배치되어야 한다. 역량 있는 해외 마케터 영입으로 사업 규모가 달라지는 브랜드 업체들이 많다. 경영진의 의지만 갖고 되는 일이 아니다. 누굴 쓰고, 얼마나 정교하게 계획하고, 철저하게 시행하는가에 따라서 성과가 달라질 것이다. 6개월 정도 후면 대략 성공여부가 엿보일 것이다.

둘째, 과연 계획대로 지속할 것이냐는 것이다. 단기적으로 저조한 ROAS가 지속될 경우, 오너의 변심으로 인해 전향적인 마케팅 확대 전략이 조기 종료될 수 있다. 따라서, 투자자들은 i) 전략 변화 자체만으로 기업을 평가해서는 안되며, ii) 최대주주의 의지가 얼마나 반영된 변화인지 알아볼 필요가 있다. iii) 매월 ROAS를 면밀히 관찰하면서 구태를 벗어나 새로운 시대로 접어들 수 있는, Re-rating 가능한 기업을 조기에 발견하도록 노력해야 한다. 상대적으로 iv) 이미 미국에 킬러 카테고리를 보유한 업체가 좀더 유리하다고 볼 수 있다.

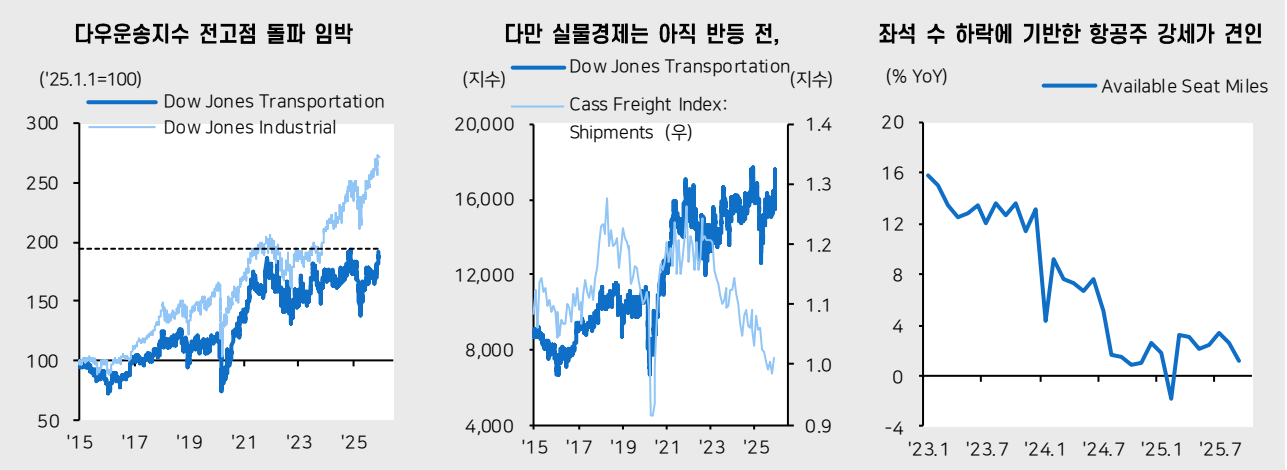
그림14 **브이티/에이블씨엔씨/마녀공장 미국 히트 상품들**

자료: 아마존

오늘의 차트

박보경 연구원

다우운송지수 상승, 랠리 확산의 징후일까?



자료: 메리츠증권 리서치센터

'21년 이후로 박스권을 횡보하던 다우운송지수가 전고점 돌파를 앞두고 시장의 관심을 끌고 있다. 특히 11월 이후 운송지수(+10.0%)가 S&P500(-0.3%), Nasdaq(-2.8%), 다우산업지수(+1.8%)를 모두 아웃퍼폼하고 있는데, 일각에서는 이를 기술주 중심 랠리가 광범위하게 확산되고 있다는 신호라고 주장하기도 한다.

이러한 주장의 근간은 다우운송지수가 가지는 상징성에 기인한다. 1900년대 초-중반, 제조업 중심의 경제구조 하에서는 재화가 실제로 이동·판매되고 있는지 여부가 중요하게 작용했다. 이에 철도, 해운, 트럭 관련주로 구성된 다우운송지수가 경기 바로미터로 여겨져 왔다. 11월 이후의 운송지수 아웃퍼폼도 경제 활동 활성화의 징후로 해석되며 경기민감섹터 상승 동참 기대가 발생한 것이다.

다만 다우운송지수 구성종목이 변화함에 따라 상징성을 그대로 적용하기 어려워진 상황이다. 실제로 미국 내 주요 트럭 운송 물동량 변화를 집계하는 Cass Freight Index는 1.01까지 하락하며 운송지수와의 격차를 확대하고 있다. 이러한 디커플링은 지수에 UBER 등 소비 관련 운송 기업들이 추가되며 육상·항공 운송 기업 비중이 '22년 57%에서 '25년 45%까지 하락한 데 기인한다.

한편 11월 이후 지수의 아웃퍼폼을 주도하고 있는 것은 SouthWest(+37.7%), Alaska Airlines(+24.3%) 등 여객 항공사이다. 주가 상승의 배경은 ASM(좌석 수 x 운항 거리)의 하락이다. '24년부터 신규 여객기 공급 제한으로 인해 좌석 증가율이 둔화 추세를 보이던 가운데, 11월 미 항공청이 항공편 운항 10% 감축을 지시했다. 추가적인 공급 제약에 운임 상승 기대, 즉 마진 개선 기대가 발생한 것이다.

여객 항공사에 호재가 한정되었던 만큼, Fedex(+11.4%), 노퍽서던(+6.2%) 등 화물 운송주는 상승세가 강하지 않았다. 운송섹터 전반 펀더멘털 변화가 부재한 가운데, 운송지수 아웃퍼폼을 랠리 확산의 시그널로 보기는 어려운 상황일 것이다.

칼럼의 재해석

우서현 연구원

국내 주도주의 성장통...투자경고종목 지정? (Bloomberg)

지난주 SK하이닉스의 ADR 발행 이슈가 공론화되며 주가에 다시 한 번 탄력이 붙는 듯 했다. 그러나 곧이어 투자주의, 투자경고 공시가 잇따라 나오면서 다시 조정 국면으로 접어들었다. 이는 비단 SK하이닉스만 해당하는 것이 아니다. 자연스럽게 두 가지 질문이 떠오른다. 과연 지금의 주도주들이 투자경고를 받을 만큼 위험한 상황인가, 그리고 이런 지정이 앞으로도 반복될까?

'약과 독은 한 끗 차이'라는 말이 있다. 라덕연 사태 이후 도입된 '초장기상승 & 불건전요건'은 당시로서는 시장을 보호하기 위한 필요한 처방이였다. 그러나 지금의 시장 환경에서는 그 처방이 오히려 우량 주도주의 발목을 잡는 요인으로 작용하고 있다. 과거 소외주를 겨냥해 설계된 기준이, 구조적 성장과 리레이팅 국면에 있는 대형주까지 동일하게 묶어버리고 있는 셈이다.

다행히 한국거래소 역시 이러한 문제를 인식하고 제도 전반에 대한 검토에 착수했다. 더 나아가 상법 개정, 금산분리 완화 등 자본시장과 산업 전반을 아우르는 변화가 예고돼 있다. 이러한 제도적 조정들이 시장의 발목을 잡는 규제가 아니라, 벨에포크(Belle É poque, 아름다운 시절) 를 앞 당기는 방향으로 작용할 수 있을지 관심을 가질 필요가 있다. 단기 주가 변동보다도, 우리 증시의 향방을 가를 제도 변화에 한번 더 시선을 둘 필요가 있는 시점이다.

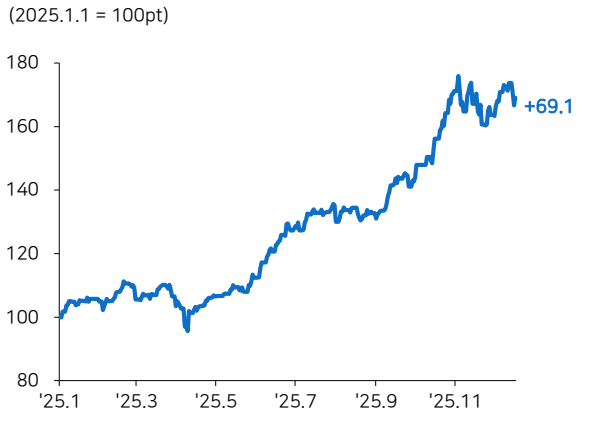
벨에포크에 들어선 코스피, 이를 가로 막는 투자경고

벨에포크(Belle Époque)는 경제와 문화가 번성하던 '아름다운 시대'을 뜻하는 프랑스어다. 금융시장에서는 구조적인 성장 동력이 형성되고, 주식시장이 단기 이벤트를 넘어 "이전과는 다른 국면에 들어섰다"는 공감대가 만들어질 때 흔히 등장하는 표현이다.

코스피 역시 이런 의미에서 벨에포크에 대한 기대감이 형성되고 있다. 우량 대형주를 중심으로 산업 경쟁력과 자본시장 내 위상이 재평가되며, 지수가 한 단계 레벨업되는 흐름이 나타나고 있기 때문이다. 특히 반도체를 비롯해 조선·방산·원전 등 국가 전략 산업의 주도주 리레이팅이 시장 분위기를 주도했다.

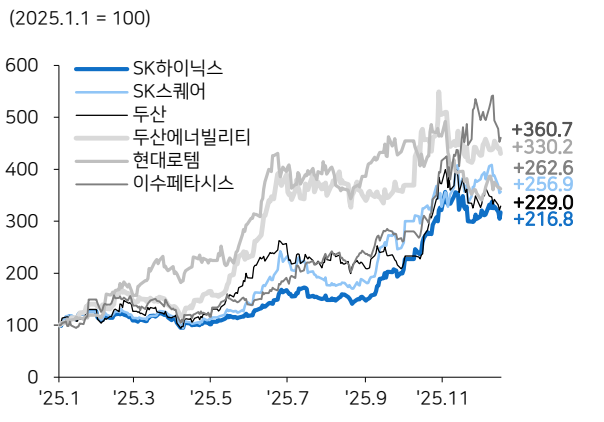
다만 벨에포크가 본격화되기 위해서는 몇가지 현실적인 과제가 남아 있다. 그중 하나가 투자경고종목 제도이다. 지난주 SK하이닉스, SK스퀘어 등 대표적인 우량 주도주들이 연이어 투자경고종목으로 지정되면서, 제도의 요건과 실효성에 대한 의문이 투자자들이 사이에서 빠르게 확산되고 있다. 과연 성장 기대와 실적 개선을 기반으로 주가 상승을 시현한 우량 주도주의 투자경고 딱지가 필요한 것일까?

그림1 2025년 코스피 지수 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 우량 주도주 주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

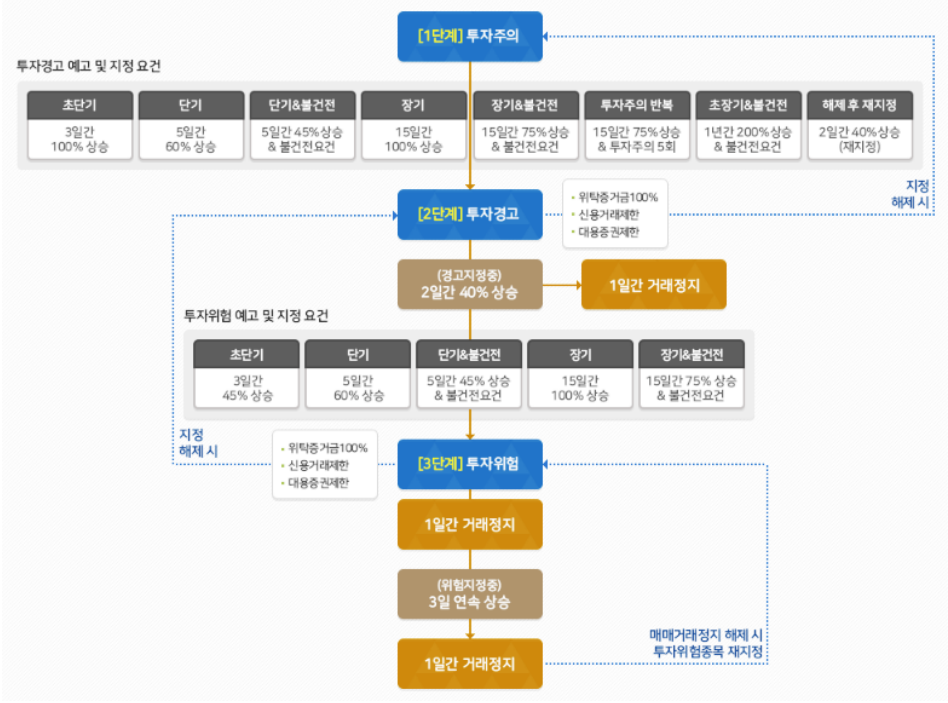
대형주까지 닿은 투자경보 제도 기준은?

투자경보 제도는 단기간 급등 과정에서 시세조종 가능성이나 과도한 투기적 거래가 포착될 경우, 투자자에게 사전 경고 신호를 제공하기 위해 한국거래소가 운용하는 시장 안정 장치이다. 특히, 이 제도는 2023년 라덕연 일당이 차액결제거래(CFD)를 활용한 장기간 시세조종 사건을 계기로 강화·정비되었다.

구체적으로는 1) 지정 전일 종가가 1년 전 종가 대비 200% 이상 상승하고, 2) 최근 15거래일 동안 시세영향력을 고려한 상위 10개 계좌의 매수 관여율이 위원회 기준을 충족한 일수가 4일 이상일 경우 '초장기상승 & 불건전요건'에 해당해 투자주의종목으로 지정된다. 단순한 주가 상승 자체보다는 상승의 지속성과 거래 참여 구조를 함께 보는 방식이다.

지난주 SK하이닉스를 비롯해 SK스퀘어, 현대로템 등 시가총액 상위 주도주가 연이어 투자경고종목으로 지정된 사례 역시, 현행 투자경고종목 제도의 산식과 요건에 부합한 결과이다. 해당 종목들은 모두 지난 1년간 가파른 주가 상승을 기록했고, 최근 구간에서는 큰손들의 거래 집중도가 높아지며, '초장기상승 & 불건전요건'에 기술적으로 걸려들었다. 핵심은 개별 종목의 질이나 펀더멘탈이 아닌, 상승장의 구조와 제도적 잣대가 맞물리는 지점에서 문제가 발생한다는 것이다.

그림3 **시장경보제도 개요**



자료: 한국거래소

반복될 수 있는 '상승 → 경고 → 조정'의 패턴

더 큰 문제는 이러한 영향이 단기 이벤트에 그치지 않을 수 있다는 것이다. 현재 투자경고종목 지정은 절대 수익률과 단기 가격 수준을 중심으로 설계돼 있어, 구조적 리레이팅 국면에 있는 우량 주도주일수록 반복적으로 지정 위험에 노출될 수 밖에 없다. 현 정책이 유지되는 한 '상승 → 경고 → 조정'의 패턴이 내년 상반기까지 반복될 가능성도 배제하기 어렵다 (그림 5~10번).

투자경고종목 지정 시 1) 위탁증거금 100%, 2) 신용거래제한, 3) 대용증권제한, 4) 대체거래소(넥스트레이드) 거래 중단 등의 제약이 뒤따른다. 이로 인해 헷징 포지션을 잡는 기관의 유입이 차단되고, 외국인 및 개인 투자자의 심리 역시 위축된다. 결과적으로 개별 종목을 넘어 코스피 전반의 수급과 장세 연속성에 부담으로 작용할 수 있다.

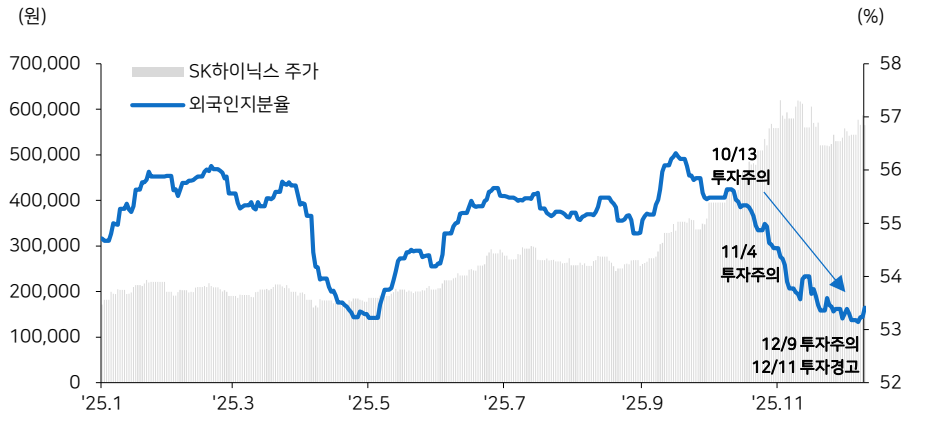
일례로 SK하이닉스의 경우, 26년 상반기까지 투자경고 지정선 (전년 종가대비 200% 상승) 이 49만원 ~ 85만원 범위에서 형성돼 있어, 향후 대형 기관들의 손바뀜이 있을때마다 투자경고종목으로 지정될 수 있다. 아울러, SK하이닉스의 최대주주인 SK스퀘어 역시 투자경고종목으로 지정됨에 따라 투자심리에 부정적인 영향을 더할 수 있을 것으로 예상된다. 이는 비단 SK하이닉스/SK스퀘어의 문제만이 아니라 두산/두산에너빌리티, 현대로템 등에도 해당된다.

표1 SK하이닉스, 투자주의/경고 종목 지정 내역

종목명	종목코드	유형	공시일	지정일
SK하이닉스	**000660**	**투자경고종목 지정**	**2025-12-10**	**2025-12-11**
SK하이닉스	000660	투자경고 지정예고	2025-12-08	2025-12-09
SK하이닉스	000660	투자경고 지정예고	2025-11-03	2025-11-04
SK하이닉스	000660	매매관여과다종목	2025-10-10	2025-10-13

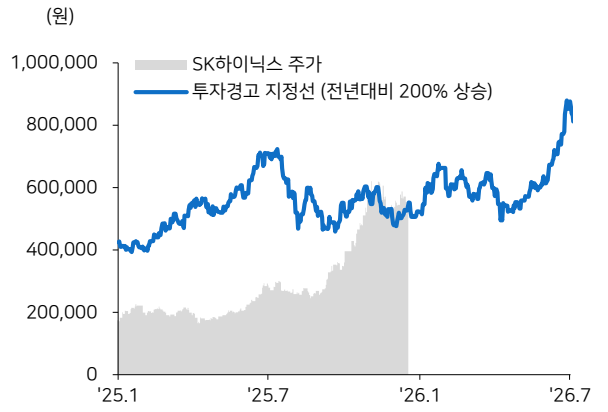
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스, 투자주의 이후 지속되는 외국인 매도세



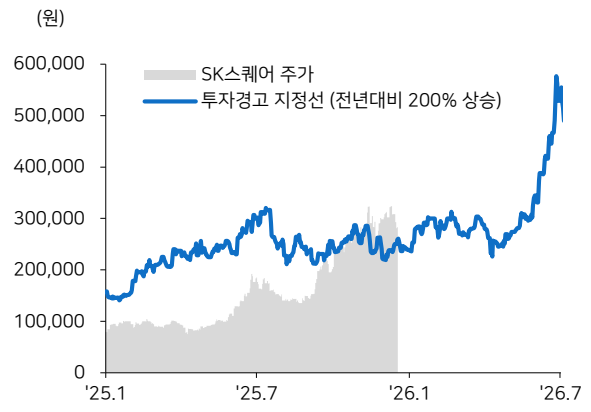
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK하이닉스, 큰손들의 손바뀜 감지 시 투자경고 재지정 가능



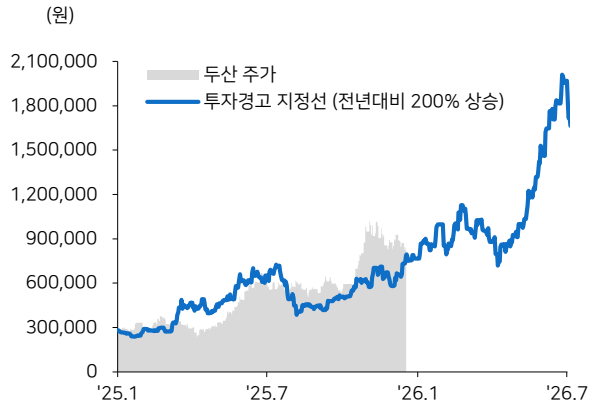
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK스퀘어 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이



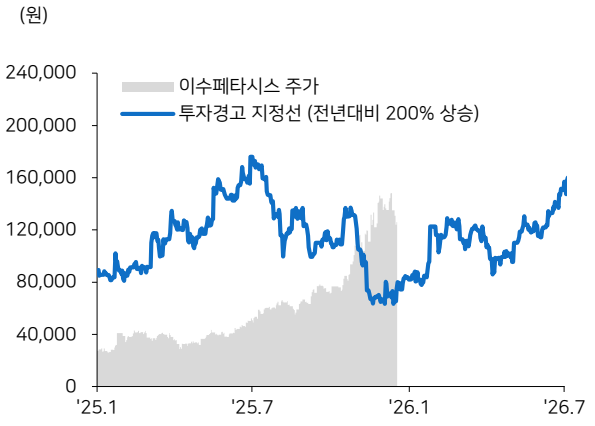
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이



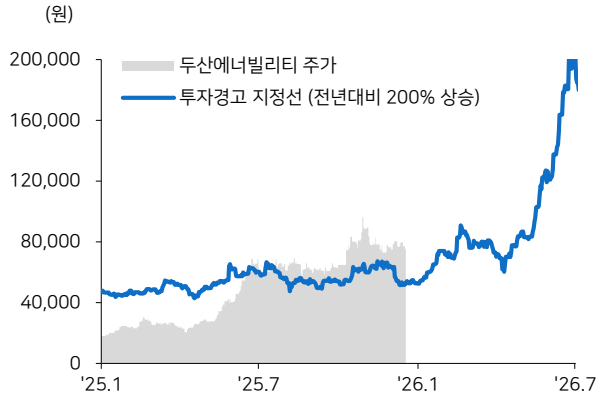
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 이수페타시스 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이



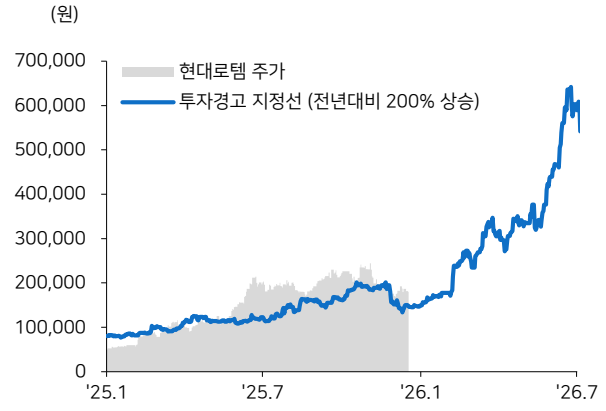
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 두산에너빌리티 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 현대로템 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

규제 다이어트 시급...코스피 리즈 찍나

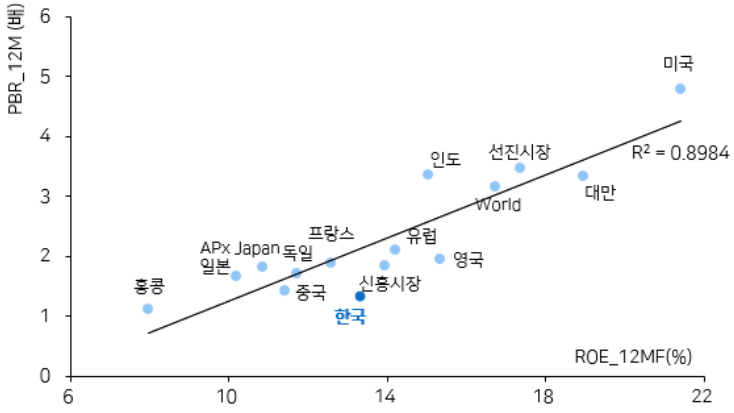
다만 긍정적인 변화의 조짐도 나타나고 있다. 한국거래소 역시 이러한 문제를 인식하고, 투자경고종목 제도 전반에 대한 검토에 착수한 상황이다. 단순 수익률 기준의 한계, 대형 우량주에 대한 기계적 적용 문제, 시장 구조 변화에 부합하지 않는 규제를 중심으로 여러 개선안을 논의 중인 것으로 파악된다.

투자경고 제도의 합리적 조정과 더불어, 상법개정, 금산분리 완화 등 자본시장 전반의 제도적 정비가 병행될 경우 국내 증시는 다시 한 번 구조적인 레벨업 국면에 진입할 가능성이 높다. 주도주의 자금 유입 경로와 밸류에이션 체계 자체가 달라질 수 있기 때문이다.

특히, 1) 금융/산업 간 규제 완화를 통한 자본 활용도 제고, 2) 기업의 지분 구조 및 투자 여력 개선은 반도체를 비롯한 핵심 주도주의 중장기 수급 환경에 우호적으로 작용할 수 있다. 아울러, 투자경고종목 제도의 개정이 뒷받침될 경우 지금까지 반복적으로 나타났던 '상승 – 경고 – 조정'의 비효율적인 기계적 흐름 역시 완화될 여지가 크다.

정리하자면, 이번 코스피 벨에포크는 제도 변화가 맞물릴 경우 충분히 가능한 시장 시나리오에 가깝다. 내년 주도주와 코스피의 제도적 시너지가 본격적으로 반영되는 구간에 다시 한번 주목할 필요가 있다.

그림11 **글로벌 증시 12MF ROE와 PBR 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025년 하반기 투자경고 지정 종목

번호	종목명	종목코드	코스피 내 시총 비중 (%)	공시일	지정일	해제일
36	디아이씨	092200	0.0	2025-12-15	2025-12-16	-
35	**한화에어로스페이스**	**012450**	**1.4**	**2025-12-12**	**2025-12-15**	**-**
34	**SK스퀘어**	**402340**	**1.2**	**2025-12-10**	**2025-12-11**	**-**
33	**SK하이닉스**	**000660**	**12.3**	**2025-12-10**	**2025-12-11**	**-**
32	**현대로템**	**064350**	**0.6**	**2025-12-09**	**2025-12-10**	**-**
31	현대약품	004310	0.0	2025-12-09	2025-12-10	-
30	일성건설	013360	0.0	2025-12-08	2025-12-09	-
29	코오롱모빌리티그룹	450140	0.0	2025-12-08	2025-12-09	-
28	**두산에너빌리티**	**034020**	**1.5**	**2025-12-05**	**2025-12-08**	**-**
27	삼양바이오팜	0120G0	0.0	2025-12-01	2025-12-02	-
26	동양고속	084670	0.0	2025-11-21	2025-11-24	2025-12-08
25	천일고속	000650	0.0	2025-11-21	2025-11-24	2025-12-01
24	코오롱	002020	0.0	2025-11-20	2025-11-21	2025-12-05
23	코리아써키트	007810	0.0	2025-11-13	2025-11-14	2025-11-28
22	효성	004800	0.1	2025-11-11	2025-11-12	2025-11-26
21	코오롱모빌리티그룹	450140	0.0	2025-11-10	2025-11-11	2025-11-25
20	**한화오션**	**042660**	**1.1**	**2025-10-30**	**2025-10-31**	**2025-11-14**
19	**HD현대중공업**	**329180**	**1.8**	**2025-10-27**	**2025-10-28**	**2025-11-11**
18	**SK스퀘어**	**402340**	**1.2**	**2025-10-27**	**2025-10-28**	**2025-11-11**
17	이수화학	005950	0.0	2025-10-24	2025-10-27	2025-11-10
16	코오롱모빌리티그룹	450140	0.0	2025-10-20	2025-10-21	2025-11-04
15	유니온머티리얼	047400	0.0	2025-10-14	2025-10-15	2025-10-29
14	일정실업	008500	0.0	2025-09-29	2025-09-30	2025-10-21
13	코오롱모빌리티그룹	450140	0.0	2025-09-16	2025-09-17	2025-09-29
12	HJ중공업	097230	0.1	2025-09-10	2025-09-11	2025-09-25
11	코오롱	002020	0.0	2025-09-09	2025-09-10	2025-09-24
10	SNT홀딩스	036530	0.0	2025-09-05	2025-09-08	2025-09-22
9	SNT다이내믹스	003570	0.0	2025-09-02	2025-09-03	2025-09-18
8	웅진	016880	0.0	2025-08-19	2025-08-20	2025-09-03
7	HJ중공업	097230	0.1	2025-08-13	2025-08-14	2025-08-29
6	**한화오션**	**042660**	**1.1**	**2025-08-08**	**2025-08-11**	**2025-08-26**
5	SNT에너지	100840	0.0	2025-07-29	2025-07-30	2025-08-13
4	**효성중공업**	**298040**	**0.5**	**2025-07-29**	**2025-07-30**	**2025-08-13**
3	HDC	012630	0.0	2025-07-10	2025-07-11	2025-07-25
2	카카오페이	377300	0.2	2025-07-10	2025-07-11	2025-07-25
1	형지엘리트	093240	0.0	2025-07-08	2025-07-09	2025-07-23

주) 우선주 제외
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

원문: *SK Hynix Shares Fall as Big Rally Draws Ban on Margin Trading (Bloomberg)*