



신현용 Quant
hyunyong.shin@yuantakorea.com

‘25년 코리아 디스카운트 해소 정책 최종 결산

‘25년 코리아 디스카운트 해소 정책 톺아보기

지난 6월 이재명 대통령 당선 이후 코리아 디스카운트 해소 정책 기대감에 금융, 지주, 증권 업종의 모멘텀이 확대되었다. 다만, **정책 구체화 과정에서 시장의 기대감은 우려로 표출되는** 모습이 확인된다. 7/4일 “1차 상법개정안” 본회의 통과 당시 KOSPI 지수는 약 -2.0% 하락하였으며, “2025년 세제개편안” 발표 익일 또한 -3.9% 하락을 기록하였다. “2차 상법개정안”과 노란봉투법” 등의 통과가 반영된 8/25일 KOSPI 지수는 약 +1.3% 상승하였으나, 22일 (금) 잭슨홀 미팅에서 연준 의장의 금리 인하 암시 발언으로 iShares MSCI South Korea ETF가 +3.2%의 수익률을 기록한 것과 비교하면 부진한 수익률을 기록하였다. 뿐만 아니라 역사적 강세장이 진행된 9월 금융, 지주, 증권 업종 등은 강세장의 열기를 누리지 못하였다. 9월 이후 수익률을 살펴보면 금융(+9.1%), 지주(+16.3%), 증권(+14.3%) 업종 모두 KOSPI 지수(+23.2%)의 수익률을 하회하였다.

상법개정안, 세제개편안을 통해 기대감이 구체화되는 과정은 진행되었지만, **사실상 증시 편더멘털 측면에서 직접적인 영향은 제한적이었기** 때문에 정책 모멘텀이 약화된 것으로 판단한다. KOSPI 지수 기준 상장주식수는 연초대비 약 +0.3% 증가하였으며 자기주식수는 -0.6% 감소에 그쳤다. 배당소득 분리과세 등 배당 유인정책에 따라 DPS가 크게 증가하였지만, EPS 증가분과 함께 고려해보면 사실상 이익 대비 배당은 ‘24년과 유사한 수준에 머무르고 있다. 뿐만 아니라 상법개정안에 따른 기업의 경영 자율성 훼손 우려, 노란봉투법 통과로 인한 제조업 경쟁력 우려 등 코리아 디스카운트 해소 정책 기대감은 우려로 전환되는 흐름이 나타났다.

그럼에도 확대될 배당

증시 전반적으로 정책 모멘텀이 둔화되는 모습이 나타나고 있지만, 개별 기업단에서의 배당 확대 유인은 훼손되지 않은 것으로 판단한다. 7/31일 “2025 세제개편안”을 통해 설정된 시장 기대감 대비 높은 최고세율과 까다로운 배당성향 기준은 지난 11/30일 여야간 합의를 통해 조정되었다. 최고세율은 -5%p 하락하였으며, 배당성향 기준이 일부 조정되었다. 또한, ‘26년 1월 1일부로 시행될 예정이며, 일반적으로 배당기준일이 ‘26년 이후인 ‘25년 결산 배당 또한 적용되게 된다. **정책 기대감이 선반영되며 모멘텀이 제한적인 상황 속 배당 확대는 배당수익률 측면에서 유리할 것이며 이에 따라 고배당 종목 중 배당 확대가 기대되는 종목들을 눈여겨볼 필요성은 충분하다**는 판단이다.

한편, 이번 의결안을 살펴보면 배당성향에 대한 회계기준(연결 혹은 별도)이 대통령령으로 정하는 금액으로 명시되어 확정되지 않았다. 또한, 지난 24일 진행된 기업거버넌스포럼에서 ‘16년 한시적으로 시행된 “고배당기업 주식의 배당소득에 대한 과세특례”의 경우 별도재무제표가 적용된 점을 예시로 들며 별도 기준으로 산정할 경우 경제적 실질과 괴리가 발생할 수 있다는 의견이 제시되었다. 이에 따라 별도뿐만 아니라 일반적인 경우 더욱 보수적으로 배당성향이 산출되는 연결재무제표 기준 또한 배당소득 분리과세에 해당하는 기업을 선별하였다. 그 중 배당 확대 여력이 확보된 ‘25년 연간 순이익 YoY 상위 50% 기업을 스크리닝하였다.

자사주 소각에 따른 적정주가

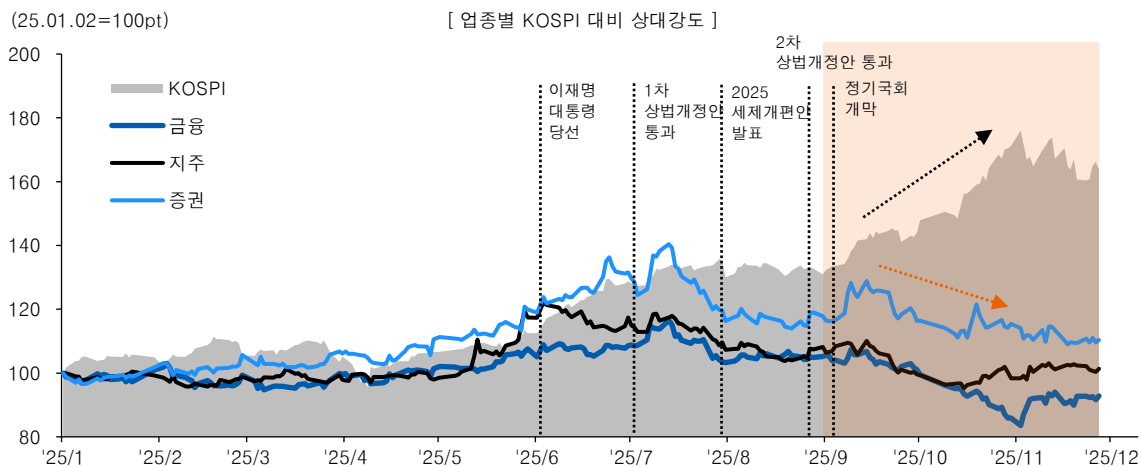
마지막으로, 3차 상법개정안이 발의되며 자사주 소각 의무화 가이드라인이 구체화되었다. 신규 취득 자사주는 1년 내, 기취득 자사주의 경우 6개월 유예기간 후 1년 내 소각할 것을 의무화하였으며, 기취득 자사주를 대상으로한 교환사채 발행을 금지하였다. 자사주 소각 의무화에 대한 기대감으로 자사주 비중이 높은 기업들의 주가가 급등하였지만, 명확한 소각 규모와 기간에 따른 기준 부재로 모멘텀이 위축되는 모습이 확인된다. 구체화된 기준이 제시된 만큼 자사주 소각에 따른 적정주가 산출이 필요한 시점이다. 주식수의 감소는 EPS의 상승으로, EPS의 상승은 P/E의 하락으로 연결된다. 자사주 소각 모멘텀이 발생하기 전인 3월 말 P/E를 기준으로 기업별 자사주 소각에 따른 P/E 하락이 기존 P/E 수준으로 상승할 것을 가정, 해당 상승폭을 주가에 적용해 자사주 소각에 따른 적정 주가를 산출하였다.

표 1. 코리아 디스카운트 해소 정책에 따른 증시 영향

이슈	날짜	주요 쟁점	발표 당일 수익률(%)		
			KOSPI	지주	금융
이재명 대통령 당선	06/04	코리아 디스카운트 해소 정책 기대감 확대	+2.7	+6.9	+6.5
1차 상법개정안 통과	07/03	이사의 주주 충실의무 확대, 3% 물 등 경영 자율성 훼손 우려	-2.0	-3.3	-1.8
2025 세제개편안 발표	07/31	배당소득 분리과세 최고세율, 대주주 기 준 강화 등 시장 기대치와 대비	-3.9	-5.9	-4.2
2차 상법개정안 통과	08/25	노란봉투법 통과로 제조업 경쟁력 우려	+1.3	+2.0	+0.9

자료: 언론보도 종합, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

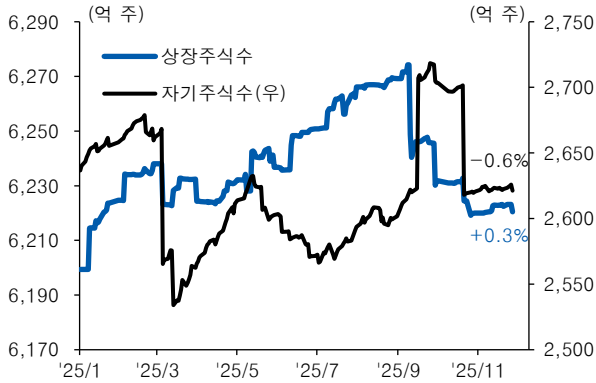
그림 1. 코리아 디스카운트 해소 정책에 따른 증시 영향 (2)



자료: 언론보도 종합, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

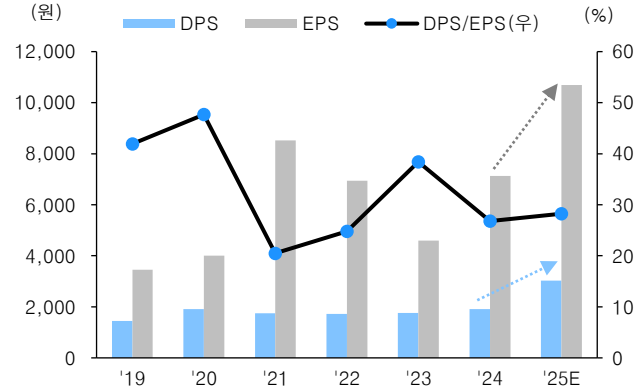
주: TIGER 200 금융, TIGER 지주회사, TIGER 증권 ETF 기준

그림 2. KOSPI 지수 기준 상장주식수 및 자기주식수 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 연초대비 변동률

그림 3. KOSPI 지수 기준 DPS 및 EPS 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

표 2. “2025 세제개편안” 중 배당소득 분리과세 결의안

구분	조정 전	조정 후
배당성향 기준	1) 배당성향 40% 이상, 또는 2) 배당성향 25% 이상 및 직전 3년 평균 대비 5% 이상 배당 증가	1) 배당성향 40% 이상, 또는 2) 배당성향 25% 이상 및 직전 대비 10% 이상 배당 증가
적용세율	1) 2천만원 이하: 14% 2) 2천만원 초과 3억원 이하: 20% 3) 3억원 초과: 35%	1) 2천만원 이하: 14% 2) 2천만원 초과 3억원 이하: 20% 3) 3억원 초과 50억원 이하: 25% 4) 50억원 초과: 30%

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

표 3. “3 차 상법개정안” 중 자사주 소각 의무화 기준

구분	주요 내용
소각 기준	1) 신규 취득 자사주: 1년 내 의무 소각 2) 기취득 자사주: 6개월 추가 유예기간 부여
기타	기취득 자사주 대상 교환사채(EB) 발행 금지

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

표 4. 1) 연결, 별도 기준 모두 배당성향 40% 이상 기업 중 '25년 연간 순이익 추정치 YoY 상위 50% 기업

종목 코드	종목명	업종	시가총액 (억원)	'24 배당성향(%)		'25 배당성향(%)		'25 순이익 YoY 증감률(%)
				연결	별도	연결	별도	
A032830	삼성생명	보험	305,800	35.8	54.3	44.8	61.6	10.8
A010130	고려아연	비철.목재등	259,587	175.5	79.6	47.5	51.3	292.1
A005490	POSCO 홀딩스	철강	250,487	79.9	46.7	79.1	46.2	9.6
A047050	포스코인더내셔널	상사.자본재	94,295	52.5	51.7	46.7	46.0	29.6
A443060	HD 현대미린솔루션	조선	83,427	61.9	68.7	62.4	69.3	20.6
A005940	NH 투자증권	증권	73,585	48.0	52.6	45.3	51.0	36.8
A032640	LG 유플러스	통신서비스	64,732	88.8	59.1	50.1	49.7	80.0
A064400	LG 세엔에스	소프트웨어	56,194	40.0	44.8	40.2	45.0	11.9
A052690	한전기술	유틸리티	35,162	65.0	65.0	41.1	50.3	64.5
A353200	대덕전자	IT 하드웨어	24,313	86.8	82.3	45.9	43.5	89.0
A003540	대신증권	증권	13,760	68.8	82.0	42.5	50.6	69.9
A000080	하이트진로	필수소비재	13,192	51.1	51.4	45.2	45.5	17.7

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 시가총액 1조원 이상 기준. '25년 배당성향 추정치 기준

표 5. 2) 연결, 별도 기준 모두 배당성향 25% 이상, '24년 대비 '25년 배당금 10% 이상 증가, '25년 연간 순이익 추정치 YoY 상위 50% 기업

종목 코드	종목명	업종	시가총액 (억원)	'24 배당성향(%)		'25 배당성향(%)		'25 배당금 YoY 증감률(%)	'25 순이익 YoY 증감률(%)
				연결	별도	연결	별도		
A329180	HD 현대중공업	조선	474,936	29.9	30.0	25.5	25.6	94.1	127.5
A267260	HD 현대일렉트릭	기계	279,365	38.6	40.0	33.3	34.5	21.3	41.0
A316140	우리금융지주	은행	194,897	28.1	79.3	28.9	81.6	11.4	8.2
A030200	KT	통신서비스	127,019	117.9	150.4	32.7	54.7	24.8	350.0
A003550	LG	상사.자본재	121,527	60.5	94.6	38.9	60.9	11.4	73.2
A039490	키움증권	증권	72,564	24.6	25.2	25.9	26.8	41.5	34.8
A016360	삼성증권	증권	70,368	34.8	38.2	36.1	39.3	14.2	9.9
A000240	한국엔컴퍼니	자동차	28,338	27.0	100.2	25.2	93.6	10.3	18.0
A081660	미스토홀딩스	화장품.의류.완	25,691	33.4	53.9	25.9	41.6	39.6	80.5
A058610	에스피지	IT 가전	13,972	25.4	129.1	32.4	165.0	66.6	30.4
A071320	지역난방공사	유틸리티	12,493	21.4	21.4	25.5	25.4	93.5	62.7
A004000	롯데정밀화학	화학	11,778	98.0	76.5	36.5	28.5	12.6	202.3
A030190	NICE 평가정보	상사.자본재	10,235	35.4	42.1	35.5	42.1	12.6	12.6

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 시가총액 1조원 이상 기준. '25년 배당성향 추정치 기준

표 6. 시가총액 1조원 이상, 자사주 비중 10% 이상 종목 대상 자사주 소각에 따른 적정주가 산출

종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	최대주주 지분율(%)	자사주 지분율(%)	소각 시 EPS 증가율(%)	적정 P/E (배)	현재 P/E (배)	적정 주가 (원)	현재가 (원)
A001720	신영증권	22,786	20.6	53.1	113.2	21.5	18.3	160,200	138,600
A003570	SNT 다이내믹스	13,700	45.3	32.7	48.5	15.7	17.0	45,300	41,200
A004990	롯데지주	28,221	40.4	32.5	48.2	22.0	41.2	31,800	26,900
A003090	대웅	13,983	38.1	29.7	42.2	26.8	21.3	26,700	24,050
A009240	한샘	10,837	36.0	29.5	41.8	36.0	34.3	58,000	46,050
A085620	미래에셋생명	16,657	57.9	26.3	35.7	9.1	12.8	6,100	9,410
A003540	대신증권	13,760	17.4	25.1	33.5	11.5	16.6	21,700	27,100
A034730	SK	183,432	25.5	24.8	33.0	9.0	8.7	172,400	253,000
A006800	미래에셋증권	124,899	32.2	23.0	29.8	9.4	13.0	12,000	21,900
A000150	두산	134,895	40.1	17.9	21.8	34.8	35.8	356,400	833,000
A002380	KCC	37,190	35.6	17.2	20.8	7.3	10.3	305,200	418,500
A012630	HDC	10,347	42.0	16.3	19.4	7.3	3.0	17,800	17,320
A011780	금호석유화학	30,353	27.8	16.2	19.3	10.3	8.3	144,000	116,600
A000810	삼성화재	230,976	18.5	15.9	18.9	9.7	11.4	425,300	502,000
A005830	DB 손해보험	90,058	23.3	15.2	17.9	4.3	5.4	104,500	127,200
A006260	LS	55,126	32.1	15.1	17.7	9.4	11.9	123,900	173,900
A009970	영원무역홀딩스	22,503	46.3	14.9	17.5	4.3	5.7	105,200	166,700
A007310	오뚜기	15,590	49.9	14.2	16.5	11.4	10.9	481,900	389,000
A088350	한화생명	26,056	45.1	13.5	15.6	3.5	4.2	3,000	3,000
A192400	쿠쿠홀딩스	10,562	64.9	12.6	14.4	6.2	7.7	25,500	29,700
A000120	CJ 대한통운	21,284	40.2	12.6	14.4	7.4	7.3	98,800	93,300
A001450	현대해상	26,820	22.8	12.3	14.0	2.2	2.9	25,000	30,000
A010130	고려아연	264,616	33.1	12.2	13.9	68.3	36.1	886,100	1,368,000
A030000	제일기획	26,229	28.6	12.0	13.6	10.2	10.8	20,500	22,800
A036570	엔씨소프트	43,734	12.1	11.6	13.2	20.3	13.2	169,100	203,000
A033780	KT&G	169,296	7.8	11.6	13.2	13.0	14.5	114,400	143,500
A007340	DN 오토모티브	14,160	52.2	11.5	13.0	4.3	4.8	23,300	24,200
A012750	에스원	28,233	25.7	11.0	12.4	14.1	14.8	72,400	74,300
A267250	HD 현대	148,744	37.2	10.5	11.8	5.8	10.5	81,100	188,300
A032830	삼성생명	307,600	44.1	10.2	11.4	8.0	12.4	92,400	153,800

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주 1) 적정주가 대비 현재가가 낮은 종목 음영 처리

주 2) 본 자료의 적정주가는 자사주 소각을 반영한 이론적 산출값으로, 투자 권유에 해당하지 않음

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 신현용)

- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.