IBKS QUANT IDEA NOTE

가치주, 숫자보다 중요한 주주환원 시그널(feat. 세방전지)

Quant 권순호 | 02) 6915-5667 | snowkonn@ibks.com

배당소득 분리과세, 주주환원 제도 정비의 '중간 마무리' 국면

이사회 충실의무 확대와 지배구조 공시 강화에서 출발한 국내 자본시장 제도 개편은 이제 배당·자사주·세제를 아우르는 주주환원 제도 정비 단계로 옮겨가고 있다. 그 중심에 있는 것이 국회 기획재정위원회를 통과한 배당소득 분리과세 개편안이다. 이 개편안은 일정 수준 이상 배당을 실시하는 상장사를 대상으로 배당소득을 14%-20%-25%-30% 네 구간으로 나누어 분리과세하는 구조를 도입한다.

적용 시기도 당초 정부안보다 앞당겨져, 협의안에서는 2025 년 사업연도 이익에 대한 2026 년 결산배당('26 년 지급 배당')부터 적용하는 것으로 정리되었다. 배당성향 40% 이상인 기업을 '우수형', 배당성향 25% 이상이면서 전년 대비 배당을 10% 이상 늘리는 기업을 '노력형'으로 구분하고, 두 유형 모두에 대해 기존 종합과세 체계보다 낮은 세율을 적용하도록 설계한 점이 특징이다. 최고 세율 30% 구간을 별도로 신설하면서도 현행 최고세율(소득세+지방세) 대비 부담을 낮추는 방식으로, 안정적인 이익과 명시적인 배당정책을 가진 기업에 세제상 인센티브를 부여하는 방향이 구체화된 것으로 평가된다. 해당 법안이 정기국회 종료일(12 월 9 일)까지 그대로 통과할 경우 분리과세가 적용이 가능할 것이라 판단되는 기업 111 개를 부록에 첨부하였다.

가치주 밸류에이션: 규모보다 '시그널'이 중요해지는 구간

계량 분석 결과, 가치주 그룹에서는 주주환원 변수가 멀티플을 설명하는 데 뚜렷한 역할을 하는 것으로 나타난다. 성장주에 비해 가치주는 주주환원(배당·자사주) 실시 비중이 높고, 자본 대비 주주환원 강도 차이도 통계적으로 유의하게 관찰된다. 단순히 현금을 많이 보유하는 것만으로는 프리미엄이 부여되지 않으며, 그 현금이 실제로 배당·자사주 소각 등으로 주주에게 환원되는지, 그리고 그 강도가 어느 정도인지가 밸류에이션에 의미 있는 영향을 미친다는 해석이 가능하다. 특히 배당을 하지 않으면서 현금을 과도하게 쌓아두는 가치주의 경우, 현금이 안전자산이 아니라 "활용되지 않는 자본"으로 인식되어 할인 요인으로 작용하는 경향까지 확인된다.

최근 가치주+퀄리티 특성을 가진 세방전지가 기업가치제고 계획을 통해 중기 ROE·배당성향·자사주 소각 방침을 구체적으로 제시한 이후 주가가 10% 이상 상승한 사례는, 절대적인 배당 규모보다 "앞으로 어떤 원칙으로 주주환원을 지속할 것인지"에 대한 신호가 가치주의 멀티플 재평가로 연결될 수 있음을 보여주는 예로 볼 수 있다.

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

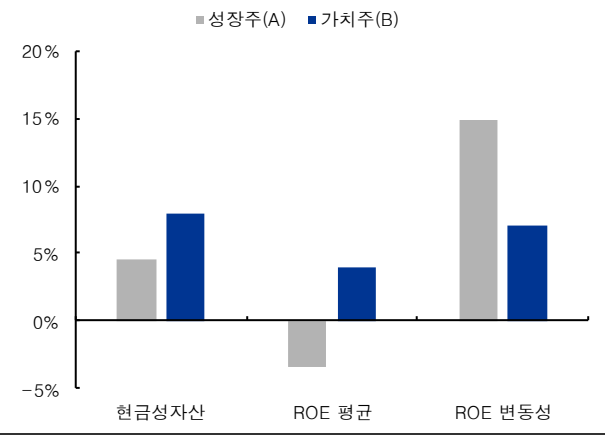
본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 성장, 가치주의 요인별 밸류에이션 확대, 축소 영향

항목	성장주(A)	가치주(B)	차이(B-A)	p_value(B-A)
현금성자산 비중	4.5%	7.9%	3.4%	0.10
ROE 평균	-3.4%	4.0%	7.4%	0.01
ROE 변동성	14.9%	7.1%	-7.8%	0.01
레버리지 비율	1.9%	-0.9%	-2.8%	0.14
매출성장률	10.8%	3.7%	-7.2%	0.00
영업이익증가율	-0.8%	-2.0%	-1.2%	0.33
CAPEX/매출	3.0%	3.2%	0.1%	0.48
주주환원 여부	**19.6%**	**33.9%**	**14.3%**	**0.02**
자본대비 주주환원수익률	-17.3%	-5.9%	11.4%	0.00
배당 미실시 기업의 현금가치	-	-2.1%	-	0.21

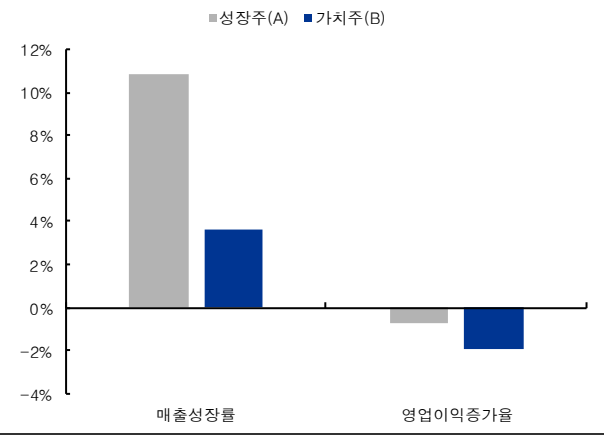
자료: IBK 투자증권
주: 영향도 분석의 세부 내용은 부록 참고

그림 1. 자산 및 수익성이 밸류에이션에 끼치는 영향



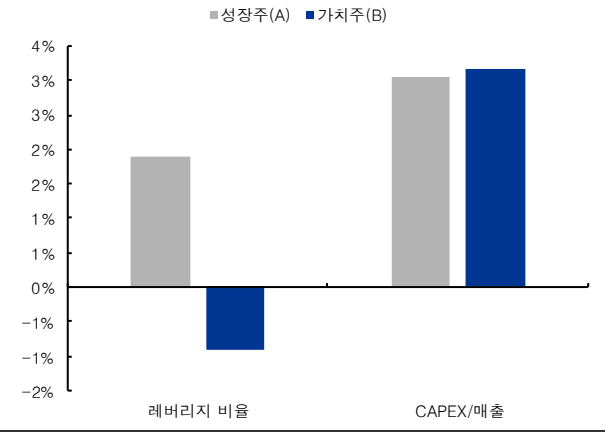
자료: IBK 투자증권

그림 2. 이익 증가율이 밸류에이션에 미치는 영향



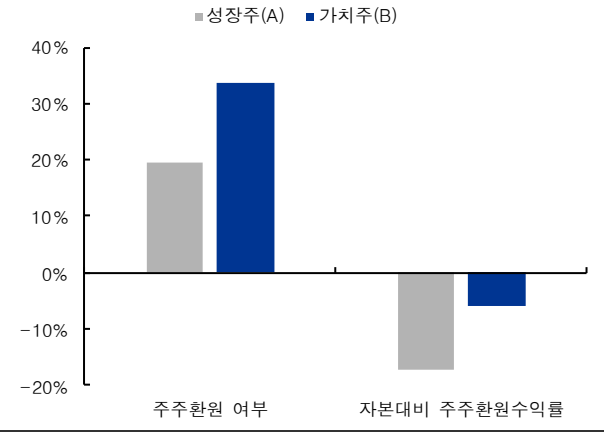
자료: IBK 투자증권

그림 3. 재무건전성, 투자가 밸류에이션에 미치는 영향



자료: IBK 투자증권

그림 4. 주주환원 시그널과 규모에 따른 밸류에이션 영향



자료:IBK 투자증권

배당소득 분리과세 개정안(기재위 통과 기준)

배당소득 분리과세 개편안은 이사회 충실의무 강화·지배구조 공시 확대에 이어 주주환원과 세제를 직접 연결하는 핵심 제도로, 2025년 국회 기획재정위원회를 통과한 상태다. 개편안의 골자는 일정 요건을 충족하는 상장사의 배당소득을 기존 금융소득 종합과세(최대 45%+α) 대신 14%-20%-25%-30% 네 구간의 분리과세 체계로 과세하는 것이다. 당초 정부안은 3억 원 초과분 전체를 35%로 과세하는 구조였으나, 기재위 논의 과정에서 3억~50억 원 구간은 25%, 50억 원 초과분은 30%로 세율 상단이 조정되었다. 분리과세 대상이 되는 배당에 대해서는 전액을 이 구간 세율로 과세하며, 투자자 입장에서는 동일한 배당소득이라도 분리과세 대상 기업에서 받은 배당은 최고세율이 실질적으로 낮아지는 효과가 발생한다.

시행시기도 조정되었다. 정부안에서는 "2026년에 발생한 이익의 배당분"을 대상으로 해 2026년 결산배당은 사실상 제외되는 구조였으나, 수정안에서는 "2026년 1월 1일 이후 지급하는 배당분"으로 바뀌면서 2026년에 지급되는 결산배당부터 적용 대상에 포함된다. 근거법률은 조세특례제한법으로 정리되었고, 일몰기한 3년이 설정되어 있다.

적용 대상 기업은 배당성향과 배당 증액 정도에 따라 '우수형'과 '노력형'으로 구분된다. 우수형은 배당성향 40% 이상 기업으로, 일정 수준 이상 이익을 배당으로 환원하는 기업에 대해 세제 인센티브를 부여하는 취지다. 노력형은 배당성향 25% 이상이면서 전년 대비 현금배당액을 10% 이상 늘린 기업으로, 절대 수준은 우수형에 미치지 않더라도 배당을 눈에 띄게 확대하는 기업을 별도로 인정하는 구조다. 다만 양 유형 모두에 대해 공통적으로 적용되는 전제 조건이 있다. 기준 사업연도인 2024년 대비 현금배당액이 감소한 기업은 분리과세 대상에서 제외되며, 이후 연도에서도 배당을 줄이는 경우 해당 연도의 배당에 대해서는 혜택을 받을 수 없다. 11월 말 상장사의 순이익과 배당금 추정치를 활용해 분리과세 대상이 될 가능성이 있는 기업 111개 기업을 부록에 기재하였다.

그림 5. 배당소득 분리과세 관련 정부안과 기재위 통과안 비교

구분	정부안	최종 합의
적용세율	3억 초과 최고구간:35%	3억 이상 50억 이하: 25% 50억 초과: 30%
시행시기	'25년 결산 배당 미포함	'25년 결산 배당 포함 (26년 1월 1일 이후 실시 배당)
근거법률과 일몰기한	조특법(3년 기한)	조특법(3년 기한)
대상(우수형)	배당성향 40% 이상	배당성향 40% 이상
대상(노력형)	배당성향 25% 이상 + 직전3년 대비 5%이상 배당액증가	배당성향 25% 이상 + 전년대비 10%이상 배당금액 증가
제외요건	전년 대비 현금 배당액 감소한 경우	기준 사업연도(2024년) 대비 현금 배당액이 감소한 경우
분리과세 범위	전액 분리과세	전액 분리과세

자료: 언론사종합, IBK 투자증권

Quant 권순호 | 02) 6915-5667 | snowkonn@ibks.com

은행 업종: 일부 기업 주주환원 믹스 변화 시그널 필요

현재 컨센서스 기준으로 배당소득 분리과세 요건을 단순 스크리닝하면, 전형적인 고배당·정책수혜주로 인식되는 KB금융, 신한지주, 하나금융, 기업은행 등 주요 은행주 상당수가 대상에서 제외되는 것으로 나타난다. 다만 이는 현 시점 추정치를 그대로 둔 상태에서의 결과일 뿐이며, 실제로는 주요 은행들이 4분기 결산배당을 조정해 요건을 맞출 가능성이 높다고 판단한다. 이미 자사주 매입·소각을 포함한 적극적인 주주환원 정책을 펼치고 있고, 올해 공시된 자사주 소각 규모와 이익 수준을 감안하면 분리과세 요건을 만족시키기 위해 추가로 필요한 배당 상향 폭은 절대적으로 크지 않기 때문이다.

정책 설계상 은행주는 자사주 매입 비중이 높았던 탓에 '우수형'보다는 '노력형'에 포함 되는 비중이 크고, 그만큼 배당성향을 점진적으로 높여 나갈 여지가 크다고 볼 수 있다. 분리과세 요건을 충족하지 못할 경우 배당 수요 자금이 타 업종·타 종목으로 이동할 수 있다는 점을 감안하면, 배당 수요자 입장에서는 "배당금 상향을 통해 분리과세 대상에 포함되겠다"는 방향성 자체가 중요하다. 향후 입법화 완료 이후 결산배당에서 실제 상향 여부와 함께, 배당과 자사주 매입·소각이 포함된 주주환원 믹스 안에서 배당 비중을 어느 정도까지 끌어올릴 것인지에 대한 은행권의 구체적인 시그널이 제시될 경우, 주주환원 확대로 인한 리레이팅이 지속될 수 있을 것으로 예상한다.

표 2. 배당소득 분리과세 대상 기업 포함을 위한 추가 요구 배당금액 추정 (단위: 억원, %)

	기업	KB 금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	카카오뱅크	BNK 금융	JB 금융지주	iM 금융지주
FY24	순이익	50,782	44,502	37,388	30,860	26,445	4,401	7,285	6,775	2,149
	현금배당액	12,003	10,880	10,159	8,910	8,493	1,715	2,074	1,897	832
	배당성향(%)	23.6	24.4	27.2	28.9	32.1	39.0	28.5	28.0	38.7
FY25	순이익(추정치)	58,099	51,378	40,892	33,204	27,484	4,700	8,436	7,074	4,645
	기배당 금액(Z)	10,056	8,288	7,502	4,410	0	0	1,128	907	0
Target	배당성향 25% 달성(A)	14,525	12,845	10,223	8,301	6,871	1,175	2,109	1,769	1,161
	10% 배당증액(B)	13,204	11,968	11,175	9,801	9,342	1,887	2,281	2,087	915
	요건 만족을 위한 배당금 (max(A,B)=C)	14,525	12,845	11,175	9,801	9,342	1,887	2,281	2,087	1,161
	25 년 4 분기 필요 배당금 억원, C-Z=D)	4,468	4,557	3,673	5,391	9,342	1,887	1,153	1,180	1,161
	25 년 4 분기 배당 컨센서스 (E)	3,897	2,778	2,829	5,521	8,981	2,110	1,121	1,237	1,043
	컨센 대비 추가 요구 되는 배당금액(억원, E-D)	572	1,779	844	0	361	0	32	0	118
FY25	주식소각 금액	14,800	13,000	7,498	1,500	-	-	400	1,200	600

자료: DART, Quantiwise, IBK 투자증권
주: 주식 소각 금액은 25 년 '주식소각' 공시 기준 소각 예정 금액 합산금액

주주환원 관련 이벤트 발생시 업사이드가 큰 딥밸류 종목들

상장사 대상 밸류에이션 회귀분석 결과에 따르면, 가치주 집단 안에서도 주주환원 시그널(배당 확대, 자사주 소각 등)이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 약 33% 높은 밸류에이션(PBR 기준)을 부여받는 것으로 나타난다.

현금성 자산 비중이 높고, 평균 ROE가 높으면서 ROE 변동성이 낮은 기업일수록 멀티플이 높게 형성되는 경향이 확인되며, 여기에 더해 주주환원 여부와 자본대비 주주환원 수익률이 유의미한 설명력을 가진다.

반대로 이익과 현금창출력은 양호하지만 그동안 주주환원 성향이 낮았던 기업들은 구조적으로 디스카운트를 받고 있어, 기업가치 제고 계획 발표나 행동주의 이벤트를 계기로 주주환원 정책이 변화할 경우 멀티플 재평가를 통해 업사이드가 크게 발생할 여지가 있다.

이러한 분석을 바탕으로 본 보고서는 이벤트 발생시 업사이드가 클 것으로 판단되는 딥밸류 후보군을 다음 기준에 따라 선별하였다. 현금성 자산이 자본 대비 5% 이상이고 ROE 평균 5% 이상, ROE 표준편차 10% 미만으로 이익의 수준과 안정성이 확보된 기업을 우선 추출하였다. 여기에 PBR 1.2배 미만, 과거 주주환원 성향 20% 미만, 자본대비 주주환원 수익률 5% 미만으로 이익과 현금창출력에 비해 주주환원이 상대적으로 적었던 기업을 추가로 걸러냈다. 마지막으로 매출 대비 CAPEX 비율이 10% 미만인 기업만을 남겨, 과도한 설비투자 부담 없이 잉여현금을 주주환원으로 전환할 여력이 있는 종목으로 한정하였다. 최근 세방전지가 11월 27일 기업가치 제고 계획을 통해 중기 ROE와 배당성향, 자사주 소각 방침을 구체적으로 제시한 이후 약 10% 수준의 주가 상승을 기록한 사례는, 이와 같은 딥밸류·저주주환원 기업에서 주주환원 시그널이 발생할 경우 단기간에 밸류에이션 갭이 축소될 수 있음을 보여주는 대표적인 예로 볼 수 있다.

표 3. 성장, 가치주의 요인별 밸류에이션 확대, 축소 영향

항목	성장주(A)	가치주(B)	차이(B-A)	p_value(B-A)
현금성자산 비중	4.5%	7.9%	3.4%	0.10
ROE 평균	-3.4%	4.0%	7.4%	0.01
ROE 변동성	14.9%	7.1%	-7.8%	0.01
레버리지 비율	1.9%	-0.9%	-2.8%	0.14
매출성장률	10.8%	3.7%	-7.2%	0.00
영업이익증가율	-0.8%	-2.0%	-1.2%	0.33
CAPEX/매출	3.0%	3.2%	0.1%	0.48
주주환원 여부	19.6%	33.9%	14.3%	0.02
자본대비 주주환원수익률	-17.3%	-5.9%	11.4%	0.00
배당 미실시 기업의 현금가치	-	-2.1%	-	0.21

자료: IBK 투자증권
주: 영향도 분석의 세부 내용은 부록 참고

표 4. 이벤트 발생 시 업사이드가 큰 딥밸류 종목들

종목명	업종	시가총액 (억원)	현금성자산 (%)	ROE 평균 (5년,%)	ROE STD (5년,%)	레버리지 비율(배)	매출 성장률 (%)	영업이익 증가율 (%)	CAPEX/ 매출 (%)	P/B	자본대비 주주 수익률 (%)	주주환원 성향 (%)	비고
영원무역	경기관련소비재	39,437	20.52	14.84	7.62	0.38	9.26	18.52	3.32	1.03	1.6	15.4	
농심	필수소비재	26,855	5.27	5.87	1.64	0.35	8.17	28.24	3.57	0.96	1.2	17.4	1)
에스엘	경기관련소비재	17,256	14.53	13.26	5.03	0.54	17.67	61.76	4.79	0.74	4.6	19.0	
HD 현대건설기계	산업재	16,091	14.73	6.01	1.84	0.85	5.38	14.03	5.04	0.99	0.6	9.3	2)
세방전지	경기관련소비재	8,372	10.79	8.12	3.14	0.39	12.70	15.40	3.18	0.54	3.4	9.8	3)
경동나비엔	경기관련소비재	7,969	14.38	16.56	3.67	0.95	12.10	28.17	6.97	1.14	1.0	10.0	
아세아	산업재	7,847	12.11	7.90	3.52	0.64	5.82	5.04	8.68	0.55	2.6	17.9	4)
동아쏘시오홀딩스	건강관리	7,190	11.03	5.61	3.21	0.91	11.75	17.77	3.72	0.67	2.3	11.1	
보령	건강관리	7,069	23.86	9.00	1.64	0.48	14.28	13.28	1.26	0.88	1.4	12.3	
태광	산업재	5,883	5.26	8.11	2.59	0.09	8.58	111.57	4.98	1.01	1.0	13.1	5)
네오위즈	CS	5,420	22.52	5.40	5.77	0.19	8.24	15.65	0.40	1.01	0.8	9.3	
덴티움	건강관리	5,396	18.00	18.48	7.36	0.62	10.83	25.26	4.48	0.76	1.6	19.2	6)
명신산업	경기관련소비재	4,276	38.22	22.52	7.12	0.74	16.65	31.24	6.61	0.61	3.0	8.5	
메가스터디교육	경기관련소비재	4,234	11.65	18.64	7.53	0.88	17.64	36.93	1.67	0.98	4.5	19.5	7)
제우스	IT	3,970	20.38	7.25	5.27	0.68	10.12	125.29	1.19	1.14	0.7	7.4	
프로텍	IT	3,608	8.79	10.49	7.12	0.17	10.23	17.17	3.28	0.97	0.9	12.2	
월덱스	IT	3,525	46.57	22.16	6.87	0.27	21.67	25.53	1.90	1.15	0.2	1.5	
우주일렉트로	IT	3,359	34.40	6.80	2.80	0.33	-1.17	24.83	4.73	1.19	0.7	13.9	
케이씨	IT	3,255	13.49	9.60	3.63	0.22	9.99	-7.03	4.74	0.36	3.6	9.1	
남해화학	소재	3,179	10.18	5.25	2.75	0.45	9.42	80.22	3.21	0.58	2.2	15.8	
유나이티드제약	건강관리	3,110	8.30	11.22	2.51	0.17	5.69	12.14	7.29	0.69	3.4	19.9	
광동제약	건강관리	3,067	18.79	5.74	1.64	0.89	5.83	-5.09	4.62	0.40	4.5	13.7	
바텍	건강관리	2,978	19.04	16.45	6.10	0.38	8.54	13.48	6.33	0.66	0.8	2.9	
삼목에스폼	산업재	2,896	8.74	12.49	7.02	0.21	28.69	337.99	1.34	0.44	2.3	4.0	
한국정보통신	IT	2,891	45.03	10.37	3.66	0.51	9.89	5.93	1.14	0.89	0.0	0.0	
케이티알파	경기관련소비재	2,774	59.77	5.64	7.00	0.77	4.54	55.86	0.49	1.06	0.0	0.0	
노바렉스	건강관리	2,753	14.10	14.40	3.96	0.31	14.40	10.57	2.26	1.19	1.1	10.7	
대원산업	경기관련소비재	2,733	7.97	12.77	5.61	0.39	7.57	25.51	3.22	0.53	2.8	5.5	
덕산하이메탈	IT	2,576	15.26	5.54	4.81	0.80	40.61	-7.20	8.87	0.82	0.0	0.0	
인터플렉스	IT	2,473	32.43	11.56	8.21	0.29	4.67	160.69	2.44	0.88	0.0	0.0	
사조산업	필수소비재	2,428	5.21	6.29	5.22	0.83	-2.48	14.87	2.53	0.44	0.0	0.0	
신세계 I&C	IT	2,328	15.97	13.46	7.45	0.23	6.62	17.05	8.36	0.54	4.8	17.8	8)
슈프리마	IT	2,275	19.33	12.99	1.89	0.10	9.82	7.80	3.89	0.91	0.0	0.0	9)
동성케미컬	소재	2,250	24.28	11.83	2.15	0.80	5.29	14.80	8.87	0.50	2.2	5.6	

자료: Quantiwise, IBK 투자증권
주 1) 농심: 25 년 소액주주 행동주의 발생
주 2) HD 현대건설기계: 26 년 1 월 1 일 HD 현대인프라코어 흡수합병, 'HD 건설기계' 출범 예정
주 3) 세방전지: 25 년 11 월 27 일 기업가치제고계획 발표
주 4) 아세아: 아세아제지 25 년 11 월 24 일 소액주주 주주제인 발생
주 5) 태광: 24 년 12 월 '기업가치 제고 계획' 자율공시(2024~2026 년 PBR 1 배 이상, 주주환원율 30% 목표 등 밸류업 플랜) 발표, 자사주에 대한 EB 발행 철회
주 6) 덴티움: 25 년 보유 자사주 22.09%(약 244 만주)를 28 년까지 단계적으로 전량 소각하는 계획 공시
주 7) 25 년 기업가치 제고 계획(자율공시) 발표(25~27 년 매출·영업이익 성장 목표와 배당·자기주식 취득 등을 포함한 밸류업 플랜 제시)
주 8) 모회사 신세계(지주)·신세계인터내셔날이 자사주 소각·ROE 목표·주주환원율 30% 확대 등을 담은 밸류업 계획을 공시한 상태
주 9) 25 년 6 월 기업가치 제고 계획(자율공시) 발표

부록 1) 배당 분리과세 적용 가능성이 있는 기업 리스트

표 5. 배당소득분리과세 예상 기업 리스트

종목명	24 년 배당성향 (%)	25 년 추정 배당성향 (%)	배당금액 증가율	25 년 4 분기 예상 배당수익률	해당여부
HD 현대중공업	29.9	25.8	94.1	0.4	노력형
삼성생명	38.4	46.9	38.7	3.7	우수형
HD 한국조선해양	30.8	26.5	73.2	1.4	노력형
HD 현대일렉트릭	38.4	33.1	21.3	0.6	노력형
고려아연	179.0	45.7	6.1	1.4	우수형
POSCO 홀딩스	69.2	74.9	8.4	0.9	우수형
삼성화재	39.0	45.6	19.0	4.3	우수형
우리금융지주	28.9	29.9	11.4	2.8	노력형
KT&G	50.5	68.1	19.6	3.1	우수형
HD 현대	50.0	29.9	12.7	0.5	노력형
하이브	88.5	38.9	96.5	0.1	노력형
KT	104.5	34.8	24.8	1.3	노력형
현대글로비스	25.4	25.1	53.5	3.5	노력형
LG	83.2	42.9	9.3	3.0	우수형
한미반도체	44.7	28.6	24.7	0.6	노력형
SK 텔레콤	60.3	102.7	12.7	0.6	우수형
한국항공우주	28.3	25.3	51.2	0.5	노력형
카카오뱅크	39.0	45.7	44.9	2.1	우수형
유한양행	53.0	31.6	66.7	0.4	노력형
포스코인터내셔널	51.3	47.4	2.5	1.6	우수형
DB 손해보험	22.1	32.5	93.5	5.5	노력형
한화시스템	14.4	28.6	12.6	0.7	노력형
S-Oil	-7.6	75.2	7.3	0.6	우수형
대한항공	21.0	27.1	12.6	3.4	노력형
NH 투자증권	48.0	42.9	0.3	5.5	우수형
아모레퍼시픽	13.1	25.0	27.7	1.0	노력형
키움증권	24.6	26.2	111.4	4.0	노력형
삼성증권	34.8	35.7	79.9	5.1	노력형
삼성카드	45.0	50.3	0.2	5.1	우수형
LG 씨엔에스	40.0	40.4	12.2	2.9	우수형
GS	45.1	35.4	36.3	4.8	노력형
LG 생활건강	31.1	40.1	26.7	1.0	우수형
현대제철	-849.0	161.8	3.1	2.7	우수형
강원랜드	51.3	60.4	13.0	4.7	우수형
한전기술	65.0	41.1	1.1	1.1	우수형
현대엘리베이터	108.4	139.6	2.7	4.6	우수형
에스원	51.7	57.3	5.4	3.7	우수형
한국앤컴퍼니	27.0	27.1	26.6	2.7	노력형
제일기획	60.0	68.3	15.9	5.5	우수형
미스토홀딩스	82.5	40.5	39.6	1.6	우수형
HPSP	55.9	67.2	3.9	2.0	우수형
아모레퍼시픽홀딩스	12.7	26.1	24.0	1.8	노력형
이마트	-9.1	25.4	24.7	3.1	노력형

자료: Quantiwise, IBK 투자증권
주 1) 25 년 4 분기 결산 배당은 26 년 1 분기 지급 배당금으로 수정안 기준 분리과세 대상에 포함
주 2) 25 년 이익, 배당에 대한 컨센서스(애널리스트 추정치 평균) 값을 이용하여 산출

표 6. 배당소득분리과세 예상 기업 리스트

종목명	24년 배당성향 (%)	25년 추정 배당성향 (%)	배당금액 증가율	25년 4분기 예상 배당수익률	해당여부
신세계	36.6	37.9	12.7	2.1	노력형
롯데쇼핑	-11.1	113.2	0.1	3.6	우수형
동진쎄미켐	6.6	28.8	200.0	1.7	노력형
하나마이크론	-19.5	27.1	47.9	0.4	노력형
현대위아	24.3	25.4	16.0	2.0	노력형
JB금융지주	28.0	30.3	13.0	4.0	노력형
GS건설	10.4	30.0	51.2	2.3	노력형
고영	44.0	83.6	4.1	0.6	우수형
오뚜기	22.6	29.6	16.5	2.3	노력형
LS마린솔루션	38.0	60.5	44.9	0.5	우수형
에스피지	25.4	32.4	66.7	0.2	노력형
씨젠	-181.7	71.2	13.1	0.8	우수형
하이트진로	51.0	44.3	2.5	3.8	우수형
한일시멘트	37.6	80.0	6.2	5.7	우수형
오리온홀딩스	30.0	41.6	10.6	4.2	우수형
지역난방공사	21.4	25.4	93.5	7.0	노력형
롯데정밀화학	98.0	36.5	12.6	3.4	노력형
코오롱인더	40.1	57.8	7.3	2.3	우수형
엠앤씨솔루션	50.2	50.6	75.7	2.1	우수형
NHN	-12.0	57.1	7.8	1.5	우수형
NICE평가정보	35.4	36.2	12.6	3.0	노력형
세진중공업	100.2	52.6	0.0	1.1	우수형
세아베스틸지주	190.4	64.5	12.5	4.3	우수형
효성티앤씨	32.1	51.3	0.3	4.5	우수형
GKL	52.8	36.8	27.7	2.1	노력형
SNT홀딩스	16.2	32.8	111.4	1.4	노력형
해성디에스	23.2	46.7	3.3	1.7	우수형
SNT모티브	19.6	39.6	79.9	0.3	노력형
케이카	126.0	113.6	4.6	1.8	우수형
TKG휴켐스	49.4	53.7	6.5	5.4	우수형
이노션	46.9	54.9	0.2	5.3	우수형
나노신소재	-161.4	101.8	2.1	0.5	우수형
동운아나텍	5.2	81.3	13.5	0.2	우수형
한세실업	33.9	42.1	2.6	3.9	우수형
동아에스티	-514.2	82.2	12.2	1.4	우수형
웹젠	15.5	36.2	37.0	2.5	노력형
드림텍	346.6	260.0	2.2	2.8	우수형
씨앤씨인터내셔널	30.8	76.4	36.3	3.0	우수형
기가비스	297.2	70.7	0.0	2.3	우수형
HL홀딩스	94.3	44.8	3.4	4.4	우수형
컴투스	-13.8	191.3	11.5	4.2	우수형
파트론	28.3	65.8	12.9	4.3	우수형
대한제강	22.7	27.2	37.2	3.0	노력형
골프존	48.2	47.9	11.0	7.0	우수형
한섬	36.1	42.6	6.8	4.9	우수형
에코마케팅	52.3	71.9	89.1	3.1	우수형

자료:Quantiwise, IBK투자증권
주: 25년 4분기 결산 배당은 26년 1분기 지급 배당금으로 수정안 기준 분리과세 대상에 포함
주 2) 25년 이익, 배당에 대한 컨센서스(애널리스트 추정치 평균) 값을 이용하여 산출

표 7. 배당소득분리과세 예상 기업 리스트

종목명	24 년 배당성향 (%)	25 년 추정 배당성향 (%)	배당금액 증가율	25 년 4 분기 예상 배당수익률	해당여부
한국토지신탁	-91.6	65.0	17.2	5.3	우수형
한진	-202.8	50.8	5.3	3.0	우수형
노루홀딩스	11.4	27.1	26.7	2.5	노력형
상아프론테크	50.6	74.4	2.6	1.2	우수형
스카이라이프	-12.2	58.6	0.5	6.5	우수형
인탑스	14.8	54.6	8.3	1.0	우수형
클리오	25.2	50.2	3.1	3.0	우수형
교촌에프앤비	301.0	41.0	52.9	4.6	우수형
HDC 랩스	54.5	77.9	13.0	5.4	우수형
환인제약	19.6	37.0	21.8	2.6	노력형
디지털대성	86.4	74.5	26.7	7.8	우수형
헥토파이낸셜	30.0	36.1	61.7	2.2	노력형
AJ 네트웍스	55.5	48.1	1.1	5.8	우수형
삼영전자	51.5	42.3	4.9	2.9	우수형
하나제약	41.5	71.4	2.7	4.4	우수형
한솔제지	-39.1	111.1	5.1	3.9	우수형
코윈테크	13.5	76.5	31.3	1.6	우수형
NICE 인프라	154.2	45.3	17.1	3.0	우수형
동부건설	-4.4	25.0	48.2	5.5	노력형
레이언스	20.1	45.5	5.4	1.9	우수형
동인기연	21.0	29.5	26.6	3.2	노력형
한솔로지스틱스	48.6	29.6	33.4	7.4	노력형

자료: Quantiwise, IBK 투자증권
주: 25 년 4 분기 결산 배당은 26 년 1 분기 지급 배당금으로 수정안 기준 분리과세 대상에 포함
주 2) 25 년 이익, 배당에 대한 컨센서스(애널리스트 추정치 평균) 값을 이용하여 산출

부록 2) 재무, 주주환원 요건과 PBR 관계 추정 방법

본 부록에서는 재무지표와 주주환원 특성이 주가순자산비율(P/B)에 미치는 영향을 계량적으로 확인하기 위해 수행한 회귀분석 절차를 정리한다.

표본 및 종속변수

분석 대상은 2024년 11월 말 기준 코스피·코스닥 상장기업이다. 각 기업의 P/B는 동일 시점 기준 시가총액을 자본총계로 나누어 산출하고, 회귀분석에서는 종속변수로 자연로그를 취한 ln(P/B)를 사용하였다. 로그 변환을 통해 극단치의 영향을 줄이고, 계수 해석 시 "P/B에 대한 비율 변화" 관점에서 해석이 가능하도록 했다.

성장주 · 가치주 구분 및 더미 설정

전체 표본을 사전에 성장주와 가치주로 분류한 뒤, 가치주에 해당하는 기업에는 1, 성장주에는 0을 부여하는 가치주 더미(가치 term)를 정의하였다. 회귀식은 전체 표본을 한 번에 추정하되, 가치주 더미 및 여러 설명변수와의 상호작용항을 포함하여 성장주와 가치주의 계수를 암묵적으로 분리 추정하는 방식이다. 따라서 기본 계수는 성장주 집단에 대한 효과를, 가치주 더미 및 상호작용항의 계수는 가치주가 성장주와 비교해 가지는 추가적인 효과 차이를 의미한다.

설명변수(X 변수) 구성

설명변수는 재무 구조, 성장성, 투자, 주주환원 특성을 포괄하도록 다음과 같이 설정하였다.

- 현금성자산: 자본 대비 현금성 자산 비율
- ROE 평균: 과거 일정 기간의 평균 자기자본이익률
- ROE STD: 동일 기간 ROE의 표준편차(수익성 변동성 지표)
- 레버리지 비율: 부채비율 또는 이에 준하는 레버리지 지표
- 매출성장률: 과거 매출 성장률
- 영업이익증가율: 과거 영업이익 성장률
- CAPEX/매출: 설비투자(CAPEX)의 매출 대비 비율
- 주주환원 여부: 배당·자사주 환원이 있는 기업에 1, 없는 기업에 0을 부여한 더미
- 주주환원수익률: 자본 대비 주주환원(배당+자사주) 금액 비율

또한 성장주와 가치주 간에 동일 변수의 효과가 어떻게 다른지를 확인하기 위해 다음과 같은 상호작용항을 추가하였다.

- 가치 term: 가치주 더미(가치주=1, 성장주=0)

- 현금성자산×가치

- ROE 평균×가치

- ROE STD×가치

- 레버리지 비율×가치

- 매출성장률×가치

- 영업이익증가율×가치

- CAPEX/매출×가치

- 주주환원 여부×가치

주주환원 변수의 세부 효과를 보기 위해 한 가지 고차항을 추가로 포함하였다.

- 현금×배당 미실시×가치주: 가치주 중 배당을 실시하지 않는 기업에서 현금성 자산이 P/B에 미치는 영향, 즉 "배당을 하지 않는 가치주의 현금 디스카운트" 효과를 별도로 포착하기 위한 항이다.

상수항은 전체 표본의 평균적인 수준을 기준점으로 삼는 역할을 하며, 위의 설명변수들이 이에 대한 초과·할인 효과를 설명하는 구조가 된다.

회귀식 구조와 해석

최종적으로 추정한 회귀식의 형태는 다음과 같이 요약할 수 있다.

ln(P/B) = 상수항

+ (재무·성장·투자 변수)

+ (주주환원 여부, 주주환원수익률)

+ (가치 term 및 각 변수와의 상호작용항)

+ (현금×배당 미실시×가치주)

+ 오차항

이때 기본 재무 변수와 주주환원 변수의 계수는 성장주 집단에서의 효과를 의미하며, 가치 term 및 각 상호작용항 계수는 동일 변수에 대한 가치주의 추가 효과(성장주 대비 차이)를 나타낸다. 예를 들어 주주환원 여부×가치의 계수가 양(+)이고 유의하면, 성장주보다 가치주에서 주주환원 여부가 P/B에 더 강한 프리미엄으로 반영된다는 의미가 된다. 마찬가지로 현금×배당 미실시×가치주 계수는 "배당을 하지 않는 가치주에서 현금성 자산이 할인 요인으로 작용하는지 여부"를 각각 계량적으로 보여준다.

이와 같은 더미·상호작용 구조를 통해, 단순히 성장주와 가치주를 분리 추정하는 것보다 더 정교하게 두 집단 간 구조적 차이를 반영하면서, 재무·주주환원 요인이 P/B에 미치는 영향을 추정하였다.