MIRAE ASSET 미래에셋증권

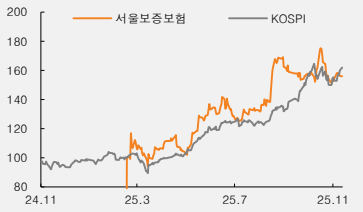
Equity Research
2025.12.10

Not Rated

목표주가	-
현재주가(25/12/9)	50,000원
상승여력	-

영업이익(25F,십억원)	-
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-
EPS 성장률(25F,%)	-
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	-
KOSPI	4,154.85
시가총액(십억원)	3,484
발행주식수(백만주)	70
유동주식비율(%)	14.7
외국인 보유비중(%)	1.5
베타(12M) 일간수익률	0.94
52주 최저가(원)	30,150
52주 최고가(원)	56,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.7	33.8	0.0
상대주가	-8.3	-9.5	0.0



[금융]
정태준, CFA
taejoon.jeong@miraeasset.com

031210 · 손해보험

서울보증보험

배당 매력에 턴어라운드 기대까지

6%에 근접하는 배당수익률 예상

서울보증보험은 점진적인 이익 회복과 안정적인 자본비율에 힘입어 당초 약속한 2,000억원 이상의 현금 배당을 지속해나갈 것으로 예상한다. 전년과 동일한 현금 배당이 유지되는 경우 동사의 현재 배당수익률은 5.7%로, 높은 배당 매력이 지속되고 있다. 또한 동사의 배당성향은 이익 배당금 증액 없이도 배당소득 분리과세를 받을 수 있는 배당성향 40% 기준을 현저히 상회하고 있는만큼, 고배당에 더불어 분리과세의 혜택까지 누릴 수 있을 전망이라는 점도 매력적이다.

손해율 개선세 진입

동사 순이익이 개선세를 이어갈 것으로 예상하는 이유는 최근 주요 보종별 손해율이 개선될 조짐을 보이고 있기 때문이다. 동사의 3분기 누적 손해율은 73.5%로, 2024년 연간 손해율 75.2% 대비 낮은 수준을 보이고 있는데, 이는 가장 잔액이 큰 이행보증과 주택부동산보증 손해율이 개선된 점에 기인한다. 주로 경기 회복과 부동산 가격 상승이 주효한 것으로 판단한다. 경기 회복세가 누적되면 손해율 개선세 역시 지속될 전망이다.

성장세 회복 기대

더 나아가 성장세 개선까지도 기대할 수 있다. 최근 수년 간 동사의 보증잔액 성장률은 경기와 함께 둔화되어 왔는데, 선행지수가 상승세를 지속함에 따라 조만간 경기가 회복을 넘어 본격적인 개선세를 보일 것으로 예상하기 때문이다. 이 경우 단순히 손해율 개선 때문만이 아닌, 외형 성장에 힘입은 이익 성장까지 나타날 수 있다는 점에서 긍정적이다.

또한 동사는 상장 이전에 배당성향 50%를 유지해왔기 때문에, 이익 성장이 이어지며 2023년 수준의 이익(4,164억원)만 회복한다고 해도 현금 배당금액은 현재 수준보다 증가할 수 있다. 중장기적인 관점에서는 배당 증가까지 기대할 수 있는 것이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
보험손익 (십억원)	382	146	176	241	297
세전이익 (십억원)	519	278	307	373	431
순이익 (십억원)	416	211	234	283	327
EPS (원)	5,982	3,052	3,355	4,051	4,682
BPS (원)	74,406	74,048	72,432	73,614	75,437
P/E (배)	N/A	N/A	14.9	12.3	10.7
P/B (배)	N/A	N/A	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	8.0	4.1	4.6	5.5	6.2
주주환원수익률 (%)	N/A	N/A	5.7	5.7	5.7
K-ICS 비율 (%)	437.3	416.3	407.3	408.3	412.9

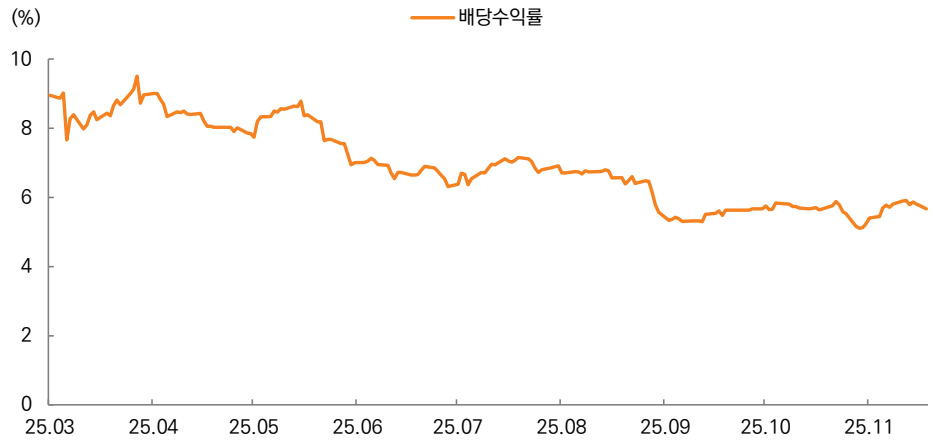
주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 당기순이익
자료: 서울보증보험, 미래에셋증권 리서치센터

6%에 근접하는 배당수익률 예상

서울보증보험은 점진적인 이익 회복과 안정적인 자본비율에 힘입어 당초 약속한 2,000억원 이상의 현금 배당을 지속해나갈 것으로 예상한다. 동사의 2025년 순이익은 전년대비 11% 증가할 전망이며, K-ICS비율은 400%를 상회하는 수준이 지속될 전망이기 때문이다. 동사는 해약환급금준비금이 없어 배당가능이익이 감소하는 문제에서도 자유롭다.

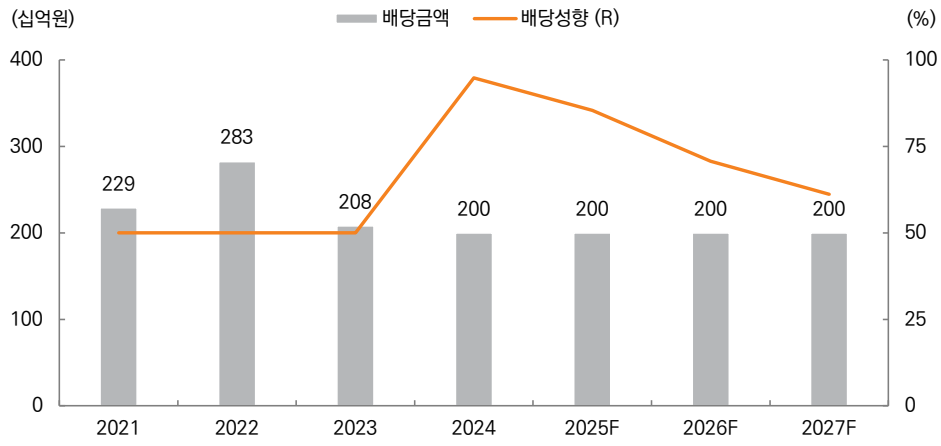
전년과 동일한 2,000억원의 현금 배당이 유지되는 경우 동사의 현재 배당수익률은 5.7%로, 높은 배당 매력이 지속되고 있다. 또한 동사의 배당성향은 이익 배당금 증액 없이도 배당소득 분리과세를 받을 수 있는 배당성향 40% 기준을 현저히 상회하고 있는만큼, 고배당에 더불어 분리과세의 혜택까지 누릴 수 있을 전망이라는 점도 매력적이다.

그림 1. 현금 배당수익률 추이



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 현금 배당금액 vs. 배당성향



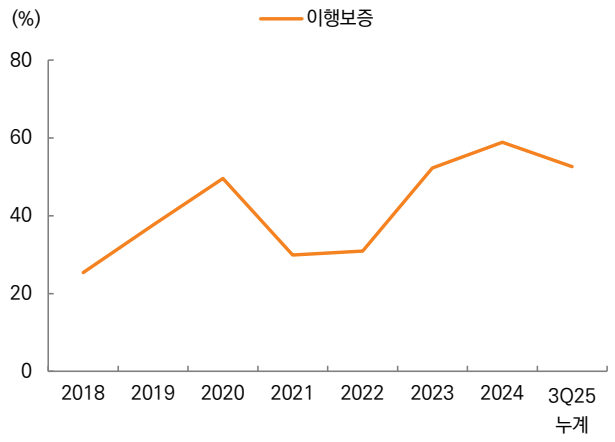
자료: 미래에셋증권 리서치센터

손해율 개선세 진입

동사 순이익이 개선세를 이어갈 것으로 예상하는 이유는 최근 주요 보종별 손해율이 개선될 조짐을 보이고 있기 때문이다. 동사의 3분기 누적 손해율은 73.5%로, 2024년 연간 손해율 75.2% 대비 낮은 수준을 보이고 있는데, 이는 가장 잔액이 큰 이행보증과 주택부동산보증 손해율이 개선된 점에 기인한다. 주로 경기 회복과 부동산 가격 상승이 주효한 것으로 판단한다.

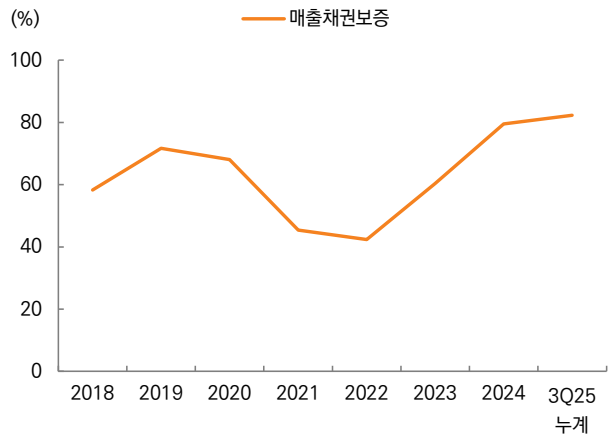
매출채권보증과 금융보증은 전년대비 손해율이 상승했으나, 경기 회복세가 누적되면 이행보증과 마찬가지로 손해율이 개선될 것으로 예상한다. 두 보종 모두 이행보증과 마찬가지로 경기와 동행하는 성격을 보이며, 실제 최근 경기가 가장 좋았던 2021년에 세 보종 모두 낮은 손해율을 보인 바 있기 때문이다.

그림 3. 이행보증 원수경과손해율



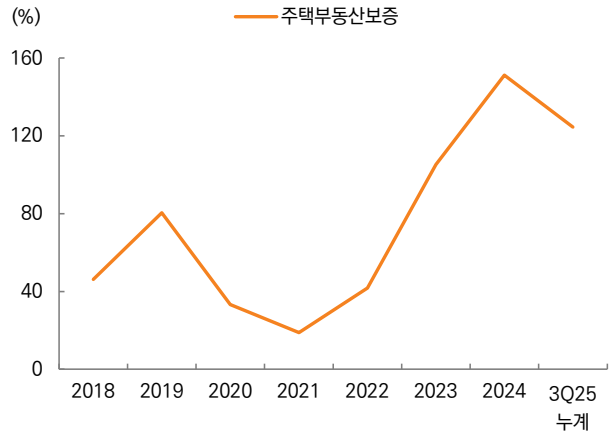
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 매출채권보증 원수경과손해율



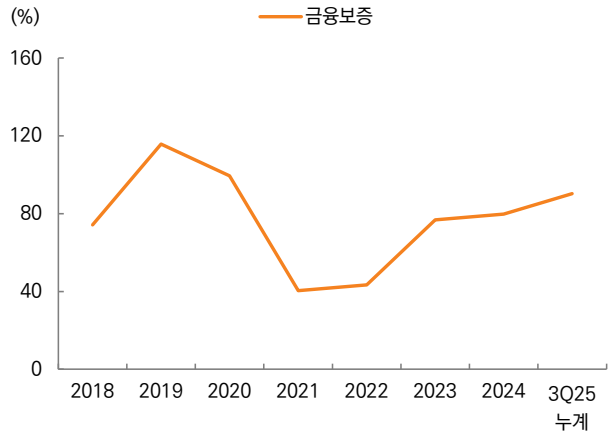
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 주택부동산보증 원수경과손해율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 금융보증 원수경과손해율



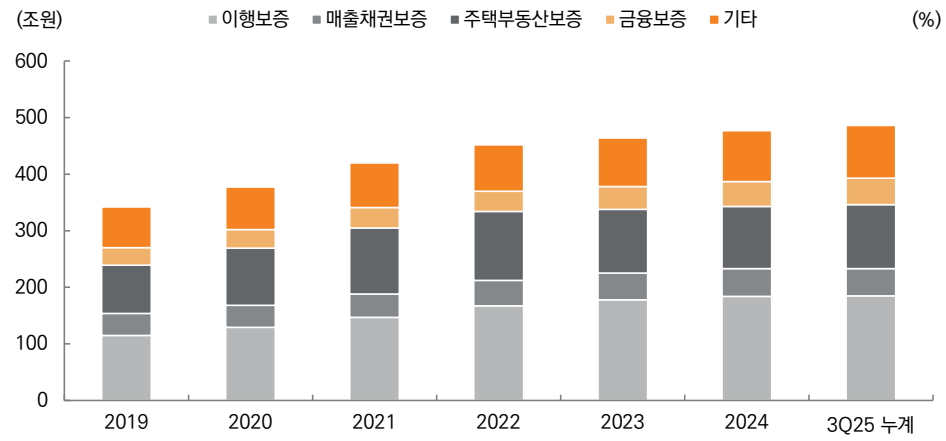
자료: 미래에셋증권 리서치센터

성장세 회복 기대

더 나아가 성장세 개선까지도 기대할 수 있다. 최근 수년 간 동사의 보증잔액 성장률은 경기와 함께 둔화되어 왔는데, 선행지수가 상승세를 지속함에 따라 조만간 경기가 회복을 넘어 본격적인 개선세를 보일 것으로 예상하기 때문이다. 이 경우 단순히 손해율 개선 때문만이 아닌, 외형 성장에 힘입은 이익 성장까지 나타날 수 있다는 점에서 긍정적이다.

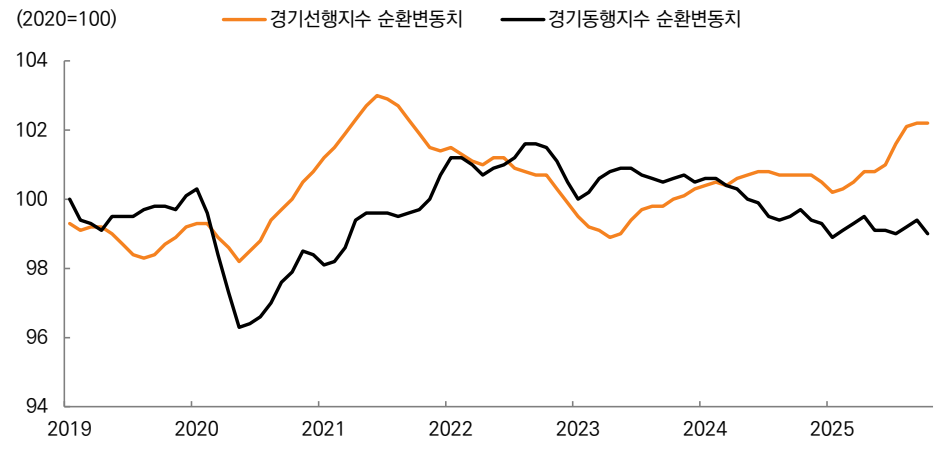
또한 동사는 상장 이전에 배당성향 50%를 유지해왔기 때문에, 이익 성장이 이어지며 2023년 수준의 이익(4,164억원)만 회복한다고 해도 현금 배당금액은 현재 수준보다 증가할 수 있다. 중장기적인 관점에서는 배당 증가까지 기대할 수 있는 것이다.

그림 7. 보종별 보증잔액



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 경기선행지수 vs. 경기동행지수 순환변동치



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

서울보증보험 (031210)

손익계산서

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
보험손익	146	176	241	297
보험수익	2,088	2,151	2,139	2,168
보험서비스비용	1,944	1,943	1,880	1,853
재보험수익	201	162	156	156
재보험서비스비용	160	158	148	148
기타사업비용	39	36	26	26
투자손익	128	129	130	132
투자수익	435	455	458	466
투자비용	306	326	328	333
영업이익	274	306	371	429
영업외손익	4	2	2	2
영업외수익	12	9	9	9
영업외비용	9	7	7	7
세전이익	278	307	373	431
법인세비용	67	73	90	104
법인세율	24.1	23.8	24.1	24.1
당기순이익	211	234	283	327

재무상태표

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
자산	9,303	9,195	9,322	9,494
현금	218	185	187	191
금융자산	8,118	8,035	8,146	8,296
FVPL	1,406	1,443	1,463	1,490
FVOCI	6,243	6,132	6,216	6,331
AC	440	864	876	892
기타자산	968	975	989	1,007
부채	4,145	4,138	4,182	4,227
보험부채	3,263	3,256	3,301	3,345
기타부채	882	882	882	882
자본	5,158	5,057	5,140	5,267
자본금	175	175	175	175
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	4,960	4,797	4,879	5,006
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	24	86	86	86
신종자본증권	0	0	0	0

주요 투자지표

(배, %, 원, 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
P/E	N/A	14.9	12.3	10.7
P/B	N/A	0.69	0.68	0.66
EPS	3,052	3,355	4,051	4,682
BPS	74,048	72,432	73,614	75,437
ROE	4.1	4.6	5.5	6.2
ROA	2.27	2.55	3.03	3.44

자본적정성 및 배당

(배, %, 원, 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
K-ICS비율	416.3	407.3	408.3	412.9
지급여력금액	5,535	5,639	5,731	5,873
지급여력기준금액	1,330	1,385	1,404	1,423
DPS	2,865	2,865	2,865	2,865
배당수익률	N/A	5.7	5.7	5.7
배당성향	94.8	85.4	70.7	61.2

자료: 삼성화재, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 서울보증보험 의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.