

Overweight

보험 (Overweight)

서울보증보험 및 한화생명 NDR 후기

서울보증보험: 실적, 배당 및 예보지분에 대한 관심

당사는 지난 8/18~19에 걸쳐 서울보증보험 NDR을 진행했으며 주요 미팅 결과 투자자들의 관심은 1) 향후 실적 전망, 2) 현재 수준의 배당의 지속가능성 및 3) 현재 예보 지분의 향후 매각 스케줄 등에 집중되는 모습이 나타났다. 먼저 실적에 대해 회사 측에서는 핵심 사업인 이행보증의 손해율이 안정적으로 관리되는 가운데 과거 실적 악화의 주요 요인이었던 전세보증보험 등과 관련하여 정산보험료가 들어오며 이익이 개선되고 있는 만큼 이익 개선 가능성이 높다고 판단하고 있다. 실제로 26년 상반기 중 발생한 정산보험료는 약 1,100억원으로 25년 상반기 560억원 대비 약 2배 증가하는 모습이 나타났다. 이 중 주택보증관련 정산보험료가 약 850억원으로 대부분을 차지했다. 주택보증 관련 정산보험료는 전세계약 특성(2+2년)상 약 4년 후에 발생하며 26년 상반기 수취한 정산보험료 상당 부분이 22년 전세보증계약과 관련된 항목이다. 22년 대비 23년~25년 중 동사의 주택보증 관련 실적이 크게 악화되었음을 감안하면 향후 정산보험료 수취 규모는 더욱 확대되며 실적 측면에서 긍정적 영향을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 현재 주택 가격 상승 등 영향으로 역전세 이슈 등이 완화된 점을 감안할 때 추가적인 실적 악화가 제한적인 가운데 정산보험료에 기반한 이익 개선 추세를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 배당의 경우에도 당사는 과거 IFRS17 도입을 앞두고 자본 버퍼를 확보하던 시기를 제외하면 평균적으로 배당 금액이 2천억원을 상회했음을 언급하며 지속적으로 2천억원 이상의 배당 금액을 유지하는데 어려움은 없을 것으로 전망하는 모습이 나타났다. 예보의 공적자금 상환에 대한 니즈가 지속되고 있음을 감안할 때 배당에 대해 적극적인 스탠스가 이어질 것으로 예상된다. 2Q26 부터 분기배당을 실시하고 있는 만큼 배당락 관련 부담은 과거보다 완화될 전망이며 향후 분기배당을 균등배당으로 할 것인지 여부 등에 대해 추가적으로 의사결정을 추진하겠다고 언급하는 모습이 나타났다. 마지막으로 예보 지분 매각에 대해서는 기본적으로 시장에 충격이 가지 않는 수준으로 추진할 전망이다. 공적자금 원금 회수에 요구되는 동사 주가가 약 8만원을 상회하고 있음을 감안하면 현재 주가 기준 매각만으로 온전하게 원금 회수가 쉽지 않다는 점에서 중장기적으로 배당과 함께 지분 매각을 추진할 것으로 예상된다. 지난 3월 4.3% 매각분도 해외 롱펀드 대상으로 이루어져 오버행 관련 우려가 제한적이라고 판단한다. 향후 유동주식 수가 확대되는 등 충분한 환경이 조성되었을 때는 예보 지분 매각 시 자사주 매입/소각을 통해 충격을 흡수하는 방안 등에 대해서도 검토 중이라고 언급하는 모습이 나타났다.

한화생명: 해약환급금준비금 이슈와 해외 사업, M&A 등에 대한 관심

아울러 8/20~8/21에 진행된 한화생명 NDR에서는 1) 해약환급금준비금 제도 관련 이슈와 2) 해외 진출 및 3) M&A 등에 대해 관심이 집중되는 모습이 나타났다. 언론 보도를 통해 해약환급금준비금 제도 개편 등 이슈가 불거지고 있는 만큼 동사에 대해서도 해약환급금준비금 제도 개선에 따른 배당 재개 여부에 대한 관심이 높아졌기 때문이다. 회사 측에서는 변액보험 등 개선 여지가 있는 항목 등 다양한 내용이 논의되고 있음을 언급하는 모습이 나타났다. 과거 대비 현저하게 높아진 금리에도 현재 배당 불확실성이 지속됨에 따라 상대적으로 높은 할인 폭이 적용되고 있어 주가가 순자산 가치를 충분히 반영하지 못하고 있는 만큼 향후 유의미한 제도 개편 시 높은 업사이드를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 향후 제도 등 영향을 반영하여 밸류업 계획을 발표할 계획이며 보유 중인 자사주 약 13.5%에 대해서도 구체적인 방안을 제시하겠다고 언급하는 모습이 나타났다. 제도 이슈 외에는

해외 사업 확대에 대해서도 많은 관심이 집중되었다. 동사의 경우 베트남, 인니 법인 등이 견조한 가운데 노부뱅크, 벨로시티 등 비보험 금융회사를 확대하며 적극적으로 사업을 확대하는 모습이 나타났다. 노부뱅크의 경우 QR결제, 미니 ATM 등 부문에서 강점을 가지고 있으며 벨로시티의 경우에도 미국 내 클리어링 라이선스를 보유하고 있어 브로커리지 등 측면의 이점을 가져갈 수 있을 것으로 예상된다. K-ICS 측면에서도 신계약 판매에 따라 요구자본이 바로 증가하는 반면 기본자본의 경우 CSM 상각을 통해 장기간에 걸쳐 이익잉여금으로 인식되는 만큼 해외/비보험 사업 등을 중심으로 CSM 외 연결 이익을 확대하는 형태로 기본자본을 확충하는 방향이 나타날 것으로 예상된다. 최근 언론 보도 상으로 제시된 애큐온캐피탈/저축은행 인수에 대한 질문도 많았다. 현재 딜이 진행중인 상태로 가격 등이 논의중인 상황이나 애큐온캐피탈 인수 시 1) K-ICS비율 등 투자 측면의 제약이 높은 보험사와 달리 다양한 자산에 대한 투자 기회를 확보할 수 있고 2) 동사의 지원가능성이 반영되어 신용등급이 상향될 수 있는 만큼 조달비용 개선에 기반한 이익 체력 확대가 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 3) 저축은행의 경우에도 한화(인천/경기), 애큐온(서울/부울경)이 겹치지 않아 시너지 효과를 기대할 수 있을 전망이다. 금리 영향이 반대로 나타나는 보험사와 여전/저축은행 특성상 향후 이익 안정성 제고 등을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

Upside 여지는 충분하며 향후 관건은 제도 측면의 이슈

서울보증보험의 경우 전세보증을 중심으로 향후 전반적인 이익 개선이 예상되며 한화생명의 경우에도 과거 지속되었던 CSM 잔액 감소가 일단락된 가운데 변액 관련 손실계약비용 환입 및 헛지운용 중심 투자손익 개선 등 실적 개선이 나타났다. 향후 관건은 최근 개선 추세가 주주환원과 기업가치 제고로 이어질 수 있을지 여부에 대한 신뢰가 될 전망이다.

서울보증보험의 경우 지속적인 예보 지분 매각에 따른 오버행 이슈가 상존하고 있으며 과거 높은 이익 변동성이 나타났던 만큼 1) 실제로 시장 충격을 최소화하는 수준에서 매각이 이뤄질 것인지 여부와 2) 정산보험료 등을 바탕으로 확보된 이익 개선 등이 유의미한 주주환원 확대에 이어질 수 있을 것인지 여부에 대한 투자자들의 신뢰가 필요할 전망이다. 향후 이익 개선과 제한적인 오버행 관련 부담 등에 대한 투자자들의 신뢰가 확보될 경우 현재 26E 최저 연간 배당수익률 약 6.5% 및 PBR 약 0.6배 수준에 불과한 밸류에이션을 감안했을 때 상승 여력은 충분히 기대할 수 있다고 판단한다.

또한 한화생명의 경우 2023년 이후 지속적으로 배당가능이익이 발생하지 못하고 있으며 24년~25년 중 가정 조정으로 인한 CSM과 이익 측면의 불확실성이 크게 나타났던 만큼 1) 실제 제도 개선에 따른 결과가 빠르게 나타날 수 있을 것인지 여부와 2) 개선된 이익이 지속가능한 이익체력인지 여부 및 3) 해외 부문 진출 확대에 높아진 연결 기준 이익과 현재 높아진 금리 환경 등이 유의미한 주주환원 등으로 연결될 수 있을 것인지 여부에 대한 투자자들의 신뢰를 확보하는 것이 핵심 과제가 될 것으로 예상된다. 유의미한 제도 개선에 따라 배당가능이익이 확보되고 이러한 배당 재개가 일회성이 아닌 지속가능한 성격이라는 부분에 대한 신뢰가 충분히 확보될 경우 현재 26E PBR 0.36배 수준에 불과한 밸류에이션은 금리 상승으로 인한 순자산 가치 및 개선된 이익 규모 등을 감안했을 때 큰 폭의 상승 여지가 존재한다고 판단한다.

두 회사 모두 주요 투자포인트와 관련된 부분에 있어 투자자들의 신뢰를 확보할 수 있을 경우 유의미한 Upside를 기대할 수 있으며 현재 밸류에이션 등을 감안했을 때 절대적으로 저평가된 상황이라는 점은 분명하다. 다만 신뢰 확보에 있어 핵심이 되는 주요 항목들(오버행 부담, 해약환급금준비금 제도 개선)이 각 회사가 단독으로 결정할 수 없는 외생적 요인이라는 점에 대해서는 어느정도 유의가 필요할 것으로 전망한다.

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-