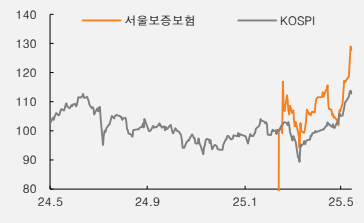


Not Rated

목표주가	—
현재주가(25/6/13)	40,900원
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	2,894.62		
시가총액(십억원)	2,856		
발행주식수(백만주)	70		
유동주식비율(%)	14.7		
외국인 보유비중(%)	1.2		
베타(12M) 일간수익률	1.21		
52주 최저가(원)	30,150		
52주 최고가(원)	41,250		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.1	0.0	0.0
상대주가	1.0	0.0	0.0



[금융]

정태준, CFA

taejeon.jeong@miraeasset.com

031210 ·

서울보증보험

높은 배당수익률 지속 기대

2025년 예상 배당수익률 7.0%

서울보증보험은 상장을 앞두고 진행한 IR 설명회에서 실적과 관계없이 매년 2,000억원 이상의 주주환원을 지급하겠다고 발표한 바 있다. 실제로 상장 직후 지급한 2024년 결산 배당은 약 2,000억원(주당 2,865원)이 지급되었으며, 이에 따라 배당 성장도 100%에 근접하는 수준까지 상승했다.

당사는 동사가 1) 규제 수준인 130%를 압도적으로 상회하는 K-ICS비율을 보유하고 있다는 점, 2) 해약환급금 준비금 적립 부담이 없어 처분전이익잉여금과 배당가능이익이 충분하다는 점에 근거해 향후 실적과 관계없이 주당 2,865원의 주당배당금은 유지될 것으로 예상한다. 이는 최근 주가 상승에도 불구하고, 최소 7.0% 이상의 배당수익률은 기대할 수 있다는 점을 시사한다.

최근 2년 간 당사는 경기 부진의 영향으로 외형 성장률과 수익성이 동반 하락하는 모습을 보였다. 당사는 각종 계약 체결을 위한 이행보증, 외상거래 등을 위한 매출채권보증, 주거안정자금을 위한 주택부동산보증, 금융거래를 위한 금융보증 등을 판매하는데, 대부분 기업의 영업활동에 수반하는 경우가 많기 때문에 경기와 밀접한 연관성을 보이기 때문이다.

따라서 기준금리가 2022년부터 인상되기 시작해 2024년까지 높은 수준을 유지한 만큼, 채무부담 가중으로 인해 경기가 둔화된 점이 당사 실적에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단한다. 실제로 동사의 수익성 하락에는 외형 성장 부진 외에도 경과손해율 상승이 미친 영향이 큰데, 이는 그만큼 보험계약자의 의무를 동사가 대신 이행해야하는 경우가 많아졌다는 점을 의미한다.

하지만 향후 경기 상황을 예측하는 경기선행지수 순환변동치가 반등하고 있다는 점은 긍정적이다. 앞으로 기준금리 추가 인하와 추경 확대 등에 힘입어 경기는 회복세를 지속할 전망이다. 이는 곧 외형 성장률 회복과 손해율 개선이 가능함을 의미하며, 이에 따라 보험손익이 주로 회복될 것으로 예상한다. 또한 당사는 안정적인 투자손익을 유지하고 있기 때문에 보험손익의 회복이 곧 당기순이익 개선으로 이어질 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
보험손익 (십억원)	382	146	185	274	364
세전이익 (십억원)	519	278	439	588	686
순이익 (십억원)	416	211	333	446	520
EPS (원)	5,982	3,052	4,768	6,384	7,451
BPS (원)	74,406	74,048	73,510	77,026	81,610
P/E (배)	N/A	N/A	8.6	6.4	5.5
P/B (배)	N/A	N/A	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	8.0	4.1	6.5	8.3	9.1
주주환원수익률 (%)	N/A	N/A	7.0	7.0	7.0
K-ICS 비율 (%)	437.3	416.3	406.2	427.4	454.6

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 당기순이익

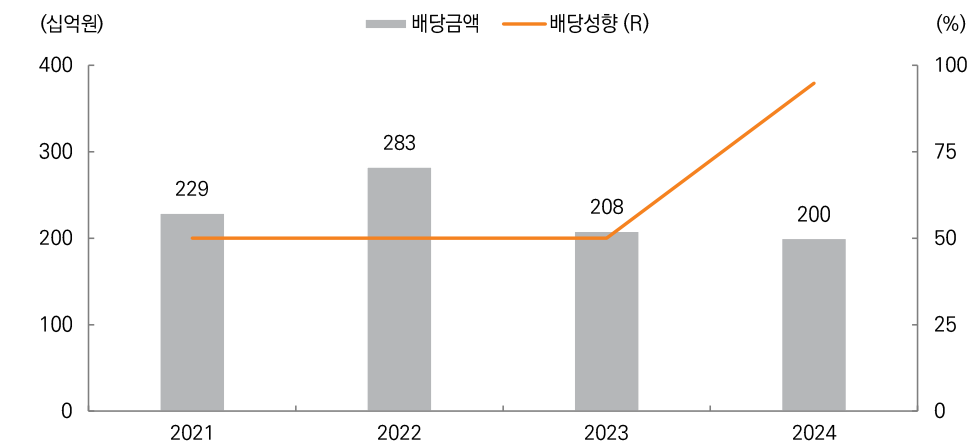
자료: 서울보증보험, 미래에셋증권 리서치센터

실적과 관계없이 높은 배당수익률

서울보증보험은 상장을 앞두고 진행한 IR 설명회에서 실적과 관계없이 매년 2,000억원 이상의 주주환원을 지급하겠다고 발표한 바 있다. 실제로 상장 직후 지급한 2024년 결산 배당은 약 2,000억원(주당 2,865원)이 지급되었으며, 이에 따라 배당성향도 100%에 근접하는 수준까지 상승했다.

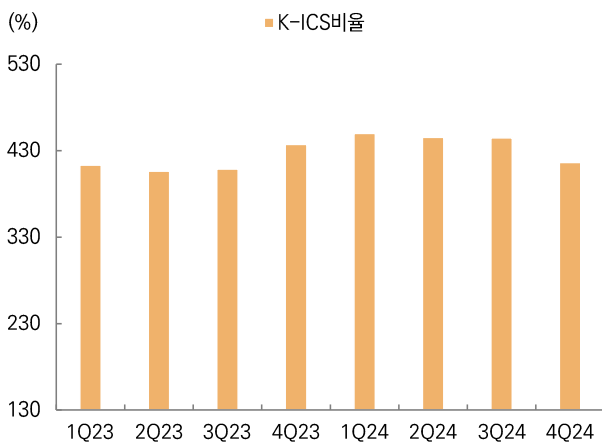
당사는 동사가 1) 규제 수준인 130%를 압도적으로 상회하는 K-ICS비율을 보유하고 있다는 점, 2) 해약환급금 준비금 적립 부담이 없어 처분전이익잉여금과 배당가능이익이 충분하다는 점에 근거해 향후 실적과 관계없이 주당 2,865원의 주당배당금은 유지될 것으로 예상한다. 이는 최근 주가 상승에도 불구하고, 최소 7.0% 이상의 배당수익률은 기대할 수 있다는 점을 시사한다.

그림 1. 현금 배당금액 vs. 배당성향



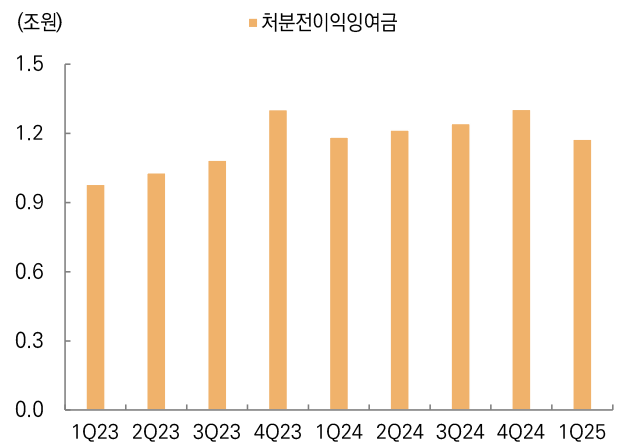
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. K-ICS비율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 처분전이익잉여금 추이



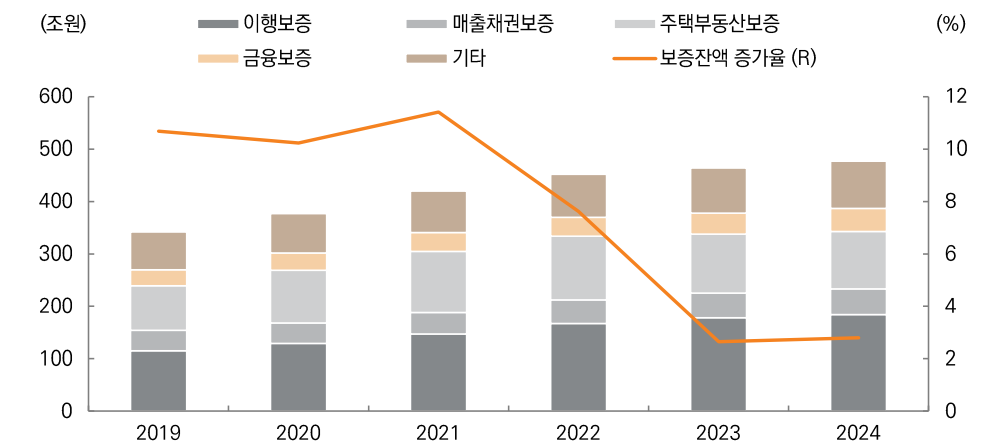
자료: 미래에셋증권 리서치센터

최근 실적은 경기 둔화로 부진

최근 2년 간 동사는 경기 부진의 영향으로 외형 성장률과 수익성이 동반 하락하는 모습을 보였다. 동사는 각종 계약 체결을 위한 이행보증, 외상거래 등을 위한 매출채권보증, 주거 안정자금을 위한 주택부동산보증, 금융거래를 위한 금융보증 등을 판매하는데, 대부분 기업의 영업활동에 수반하는 경우가 많기 때문에 경기와 밀접한 연관성을 보이기 때문이다.

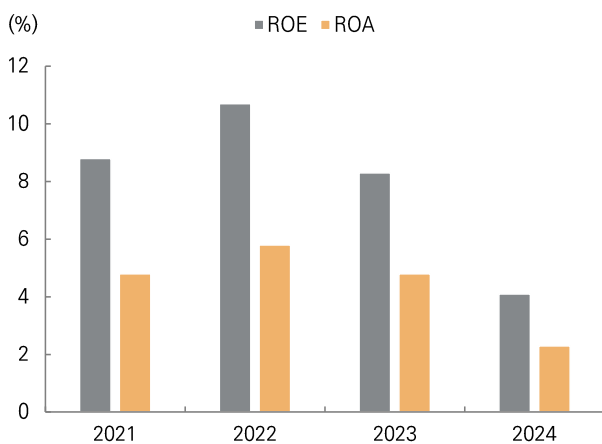
따라서 기준금리가 2022년부터 인상되기 시작해 2024년까지 높은 수준을 유지한만큼, 채무부담 가중으로 인해 경기가 둔화된 점이 동사 실적에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단한다. 실제로 동사의 수익성 하락에는 외형 성장 부진 외에도 경과손해율 상승이 미친 영향이 큰데, 이는 그만큼 보험계약자의 의무를 동사가 대신 이행해야하는 경우가 많아졌다는 점을 의미한다.

그림 4. 보증별 보증잔액 vs. 보증잔액 증가율



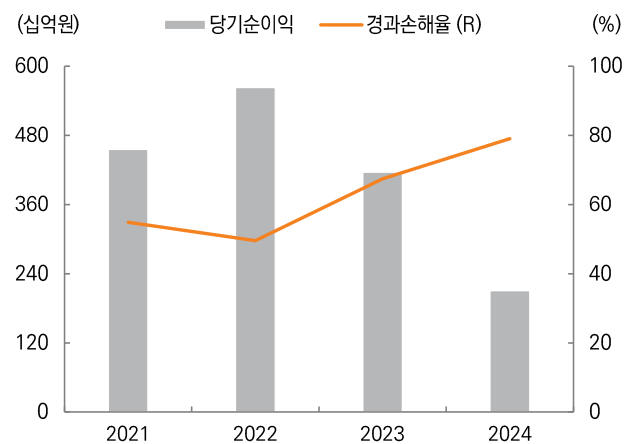
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. ROE vs. ROA



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 당기순이익 vs. 경과손해율

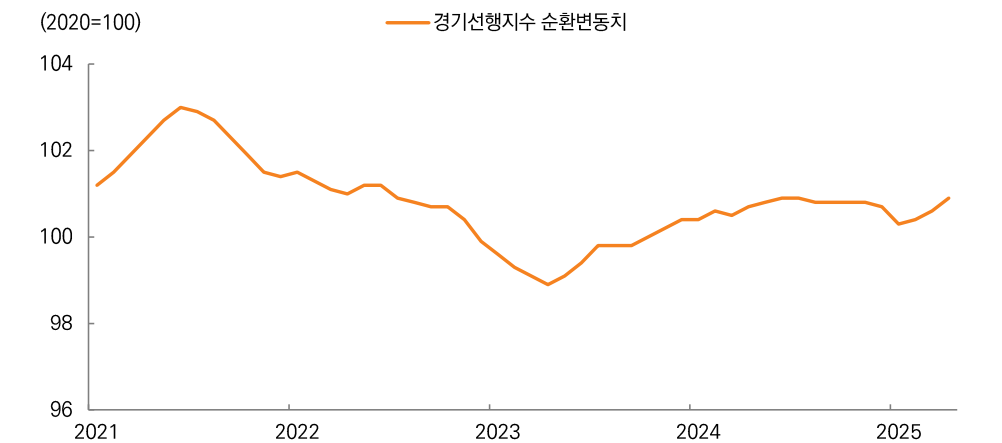


자료: 미래에셋증권 리서치센터

경기와 함께 실적도 회복할 것으로 예상

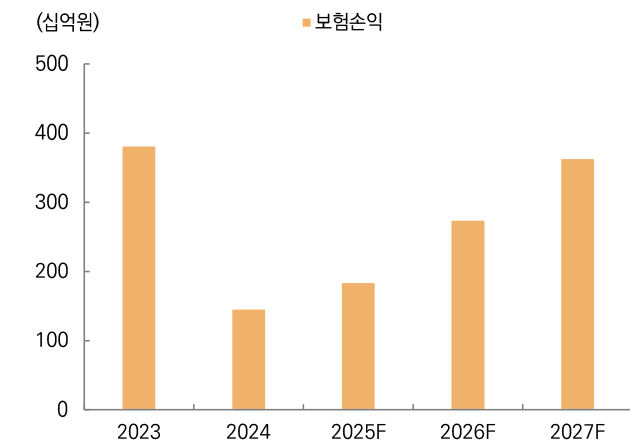
하지만 향후 경기 상황을 예측하는 경기선행지수 순환변동치가 반등하고 있다는 점은 긍정적이다. 앞으로 기준금리 추가 인하와 추경 확대 등에 힘입어 경기는 회복세를 지속할 전망이다. 이는 곧 외형 성장률 회복과 손해율 개선이 가능함을 의미하며, 이에 따라 보험손익이 주로 회복될 것으로 예상된다. 또한 동사는 안정적인 투자손익을 유지하고 있기 때문에 보험손익의 회복이 곧 당기순이익 개선으로 이어질 전망이다.

그림 7. 경기선행지수 순환변동치



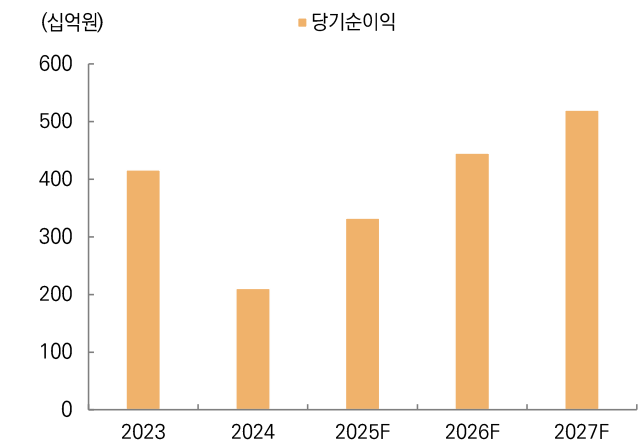
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 보험손익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 당기순이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

서울보증보험 (031210)

손익계산서

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
보험손익	146	185	274	364
보험수익	2,088	2,106	2,097	2,089
보험서비스비용	1,944	1,869	1,771	1,674
재보험수익	201	165	165	165
재보험서비스비용	160	169	169	169
기타사업비용	39	48	48	48
투자손익	128	116	119	123
투자수익	435	421	430	443
투자비용	306	304	311	320
영업이익	274	437	586	684
영업외손익	4	2	2	2
영업외수익	12	11	11	11
영업외비용	9	9	9	9
세전이익	278	439	588	686
법인세비용	67	106	142	166
법인세율	24.1	24.2	24.1	24.1
당기순이익	211	333	446	520

주요 투자지표

(배, %, 원, 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
P/E	N/A	8.6	6.4	5.5
P/B	N/A	0.56	0.53	0.50
EPS	3,052	4,768	6,384	7,451
BPS	74,048	73,510	77,026	81,610
ROE	4.1	6.5	8.3	9.1
ROA	2.27	3.56	4.66	5.27

자료: 삼성화재, 미래에셋증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
자산	9,303	9,342	9,574	9,881
현금	218	201	206	213
금융자산	8,118	8,135	8,337	8,604
FVPL	1,406	1,379	1,413	1,458
FVOCI	6,243	6,296	6,452	6,659
AC	440	432	443	457
기타자산	968	1,005	1,030	1,063
부채	4,145	4,209	4,196	4,183
보험부채	3,263	3,327	3,314	3,301
기타부채	882	882	882	882
자본	5,158	5,133	5,378	5,698
자본금	175	175	175	175
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	4,960	4,893	5,138	5,459
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	24	65	65	65
신종자본증권	0	0	0	0

자본적정성 및 배당

(배, %, 원, 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
K-ICS비율	416.3	406.2	427.4	454.6
지급여력금액	5,535	5,508	5,771	6,114
지급여력기준금액	1,330	1,356	1,350	1,345
DPS	2,865	2,865	2,865	2,865
배당수익률	N/A	7.0	7.0	7.0
배당성향	94.8	60.1	44.9	38.5

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.