

서울보증보험 (031210)

경기민감한 방어주

투자 의견 Buy, 목표주가 56,000원으로 커버리지 개시

서울보증보험에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 56,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 1) 최저 배당 설정 등 적극적 배당 정책과 2) 보증업 특성상 명목 경제 성장과 함께 지속적인 성장을 기대할 수 있어 중장기적으로 안정적인 배당 확대를 기대할 수 있는 동사 특성을 반영하여 고든배당모형을 사용하여 도출했다. 목표주가 산출에 사용된 핵심 가정은 CoE 6.75%, 배당 영구성장률 1.6%를 사용했다. 안정적인 배당과 낮은 베타로 삼성카드와 유사하게 채권형 투자에 부합한다고 판단하며 투자 리스크로는 1) 예금보험공사의 오버행 리스크, 2) 경기민감한 사업구조로 인한 이익 변동성 등을 제시한다.

국내 유일한 전업 보증보험사

일반적인 보험 상품이 예측할 수 없는 사고로 인한 위험을 담보하는 것과 보증보험의 경우 보증을 보험형태로 제공하는 상품으로 거래/계약 등 경제적 활동에 있어 보증을 통해 개인/기업의 신용을 보장하는 성격을 지닌다. 국내의 경우 약 80개 기관이 보증업을 영위하고 있으며 그 중에서도 전업 보증보험사는 서울보증보험이 유일하다. 동사의 경우 일반 보험상품과 달리 계약 등에 있어 채무자의 신용을 보장해주는 보증보험 특성으로 인해 구상에 따른 이익 영향이 크게 나타난다. 경기 부진 시 계약의 채무불이행으로 인한 보험금이 늘어나고 경기 회복 시 구상권을 통해 이를 회수하는 사업구조 특성상 일반 보험사 대비 손익의 경기민감도가 높다.

높은 배당 매력과 사이클 개선 기대감

동사의 핵심 투자포인트는 배당이다. 동사는 과거 IFRS17 도입을 대비하던 시기를 제외하면 지난 10년간 50%를 상회하는 배당성향을 기록해 왔으며 상장 시점에는 전세사고 등으로 실적이 부진했음에도 3개년간 연 2,000억원의 배당금 최저 수준을 보장하는 등 적극적 배당 정책을 추진해왔다. 2027년 이후로도 전반적인 사이클과 이익체력을 감안하여 최소 배당 수준을 꾸준히 제시할 것으로 전망하며 이익의 시클리컬 성격에도 높은 배당 안정성을 바탕으로 주가의 하방 경직성을 확보할 것으로 전망한다. 배당 하단을 제시하는 가운데 동사의 보증사업 사이클이 개선 추세를 보일 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 1Q26 기준 동사의 원수경과손해율은 53.0%(-31.8%p YoY)로 큰 폭 개선되었는데 정산보험료 약 850억원이 발생한 주택보증 외에도 전반적인 사업의 손해율이 24년 고점을 기록한 이후 개선 추세가 이어지고 있다. 최근 역전세 이슈가 완화되며 주택보증 관련 부담이 축소되고 있는 만큼 이익 회복에 기반한 배당 확대를 충분히 기대할 수 있다고 판단한다.

26E 순이익 3,152억원(+19.3% YoY) 전망

서울보증보험의 26E 별도 순이익은 3,152억원(+19.3% YoY)을 전망한다. 보험손익은 3,263억원(+29.9% YoY)으로 전세보증사고 감소, 정산보험료 발생 등 영향으로 주택부동산보증 중심으로 주요 상품의 손해율이 개선 추세를 보일 것으로 예상된다. 2026년 원수경과손해율은 과거 2019년, 2023년과 유사한 61.2%(-13.5%p YoY)을 전망하며 추가적인 정산보험료, 구상 등에 따라 추가 Upside도 기대할 수 있다고 판단한다. 투자손익은 안정적인 운용 기조를 바탕으로 1,196억원(+1.5% YoY)의 실적을 전망한다. 배당성향은 동사의 기업가치 제고 계획을 반영하여 Max[별도 순이익 50%, 2,000억원]을 적용했으며 26E 예상 배당수익률은 약 6.5%에 달한다.

Company Brief

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	56,000원(신규)
증가(2026.06.10)	44,000원
상승여력	27.3%

Stock Indicator

자본금	175십억원
발행주식수	6,982만주
시가총액	3,072십억원
외국인지분율	6.8%
52주 주가	37,900~62,000원
60일평균거래량	135,786주
60일평균거래대금	6.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-23.5	-11.6	16.1
상대수익률	-7.9	-63.2	-98.6	-153.1

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	251	326	408	437
투자손익(십억원)	118	120	127	131
영업이익(십억원)	369	446	535	568
순이익(십억원)	264	315	390	414
EPS(원)	3,785	4,514	5,586	5,925
BPS(원)	74,103	74,784	77,506	80,567
PER(배)	13.1	9.7	7.9	7.5
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	5.1	6.1	7.3	7.5
배당수익률(%)	5.8	6.5	6.5	6.7

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

1. 국내 유일한 전업 보증보험사

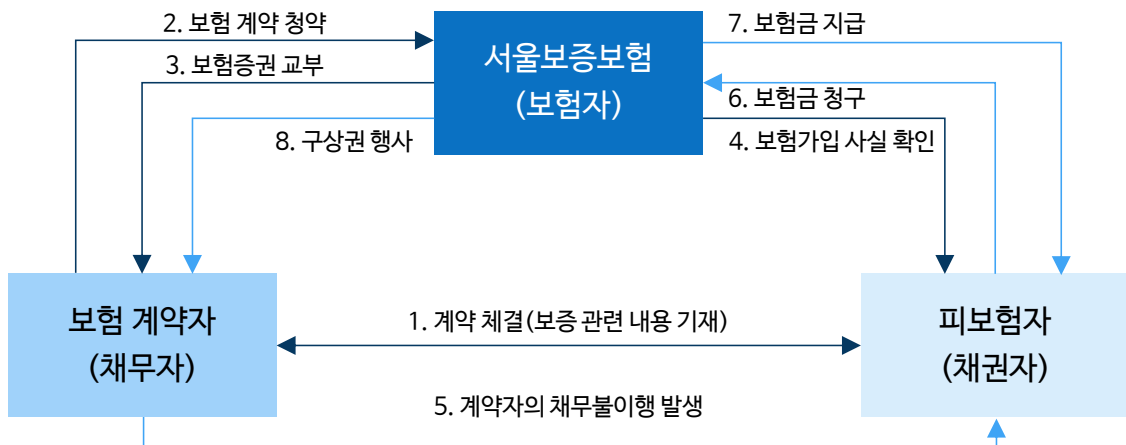
1. 특수한 사업 영역인 보증보험

일반적인 보험 상품이 예측할 수 없는 사고(질병, 화재 등)로 인한 위험을 담보하는 것과 보증보험의 경우 보증을 보험형태로 제공하는 상품으로 거래/계약 등 경제적 활동에 있어 보증을 통해 개인/기업의 신용을 보장하는 성격을 지닌다.

따라서 동사가 취급하는 보험상품은 우연한 사고가 아닌 채무자의 채무불이행 등 인위적 사고로 인한 손실을 담보하게 되며, 채무자에 대해 채권추심 등 구상권 행사를 통해 손실을 일부 회수할 수 있다는 점에서 일반적인 보험 상품과 다소 다른 양상을 보인다. 오히려 계약자의 채무불이행 등 발생 시 채권 추심 등을 통한 원금회수 등을 고려해야 한다는 점에서 전반적인 리스크 관리 양상이 보험 언더라이팅보다는 연체 발생 시 대출 원금 회수 등을 고려해야 하는 은행의 신용평가와 유사하다고 판단한다.

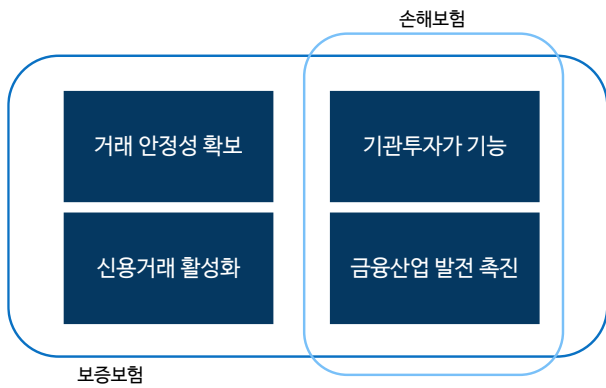
국내의 경우 약 80개 기관이 보증업을 영위하고 있으며 그 중에서도 전업 보증보험사는 서울보증보험이 유일하다. 과거 대한보증보험, 한국보증보험 2개 회사가 사업을 영위했으나 IMF 외환위기 이후 기업 연쇄 부도에 따라 회사채 보증에서 부실이 가중된 이후 예금보험공사의 공적자금 투입 등을 거쳐 서울보증보험 1개 회사로 통합된 이후로는 동사가 독점 구조를 지속하고 있는 상황이다. 전체 보증 시장 내 보증잔액 기준 점유율은 25년 기준 23.9%에 달하며 다른 보증기관들이 특정 상품 중심으로 사업을 영위하는 것과 달리 동사는 이행보증, 매출채권보증, 금융보증, 주택보증 등 다양한 범위에 걸쳐 사업을 영위하고 있다.

그림1. 보증보험의 사업 구조



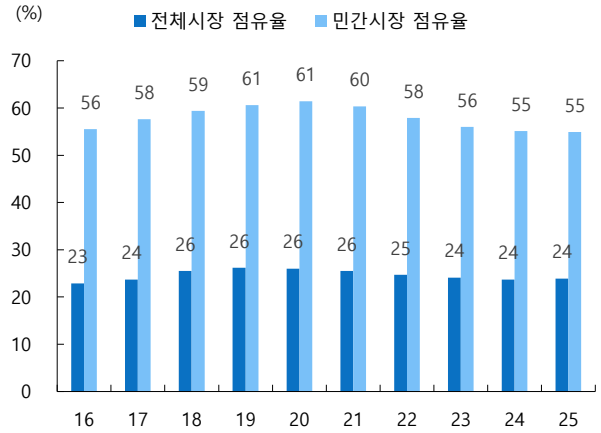
자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

그림2. 손해보험-보증보험 비교



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림3. 보증시장 - 점유율 추이



자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

표1. 국내 주요 보증기관 현황

구분	형태	주요 기관	비고
공적보증기관	공사	주택도시보증공사, 한국주택금융공사, 한국무역보험공사, 한국해양진흥공사	정책금융 및 서민금융 특화
	기금	신용보증기금, 기술보증기금, 농림수산업자신용보증기금, 신용보증재단 중앙회, 지역신보 16개사	
	금융기관	특수은행(한국수출입은행, 한국산업은행, IBK기업은행)	
	기타	한국광해광업공단	
민간보증기관	공제조합	건설공제조합, 전문건설공제조합, 엔지니어링공제조합, 방위산업공제조합	산업/업종별 세분화, 전문화
	협회	한국공인중개사협회, 대한주택관리사협회 등	
	금융기관	시중은행/지방은행/인터넷전문은행, 종금사, 증권사 등	
	보증보험	SG서울보증	공적보증 포함 보증보험 전 분야 사업 영위

자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

표2. 주요 보증상품 세부 내용

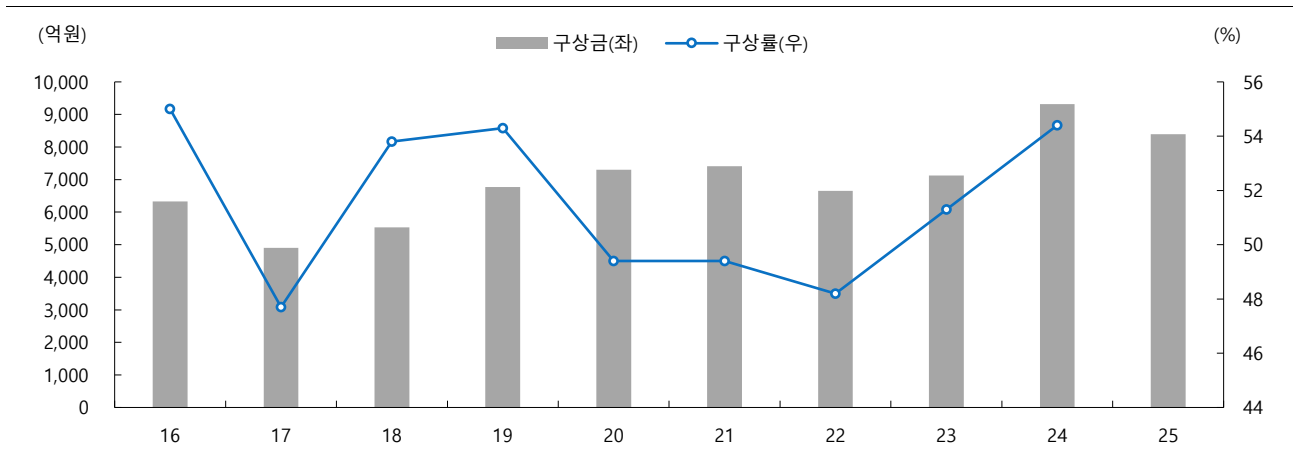
보증서비스	사업 내용	주요 상품	유사 업무 수행 회사
이행보증	각종 계약 상 채무, 의무 이행(계약, 입찰, 하자, 선금금 등)을 보증	입찰/계약/선금, 공사이행, 해외보증, 인허가 등	공제조합 등
매출채권보증	외상거래에서 발생하는 외상매출금 등을 위한 보증	매출채권신용, 할부신용, 상업신용, 외상물품대금 등	신보 등
금융보증	금융회사에서 대출을 받거나 자금 조달 시 발생하는 채무에 대한 보증	생활안정자금, 오토론, 중금리, 기업금융 등	신보, 기보 등
주택부동산보증	주택임대차 시장 등 주거안정자금을 위한 보증	MCI, 전세자금대출, 전세금보장 등	HUG, HF 등

자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

2. 구상권을 통한 회수 영향이 크게 나타나는 사업 구조

동사의 특징으로는 구상에 따른 영향을 제시한다. 일반적인 보험의 경우 우연한 사고를 담보하는 특성상 구상 영향이 크지 않으나 동사의 경우 인위적 사고로 인한 손실을 담보하는 특성 상 사고 발생 시 채무자에 대한 채권추심 등 구상권 행사가 가능하다는 점에서 다른 보험사와 차이를 보인다. 동사의 경우 대체로 1~3년에 걸쳐 지급보험금의 약 50%를 회수하는 것으로 알려져 있으며 채권추심업을 영위하는 고려신용정보와 유사하게 전반적인 경기 회복 국면에서 전반적인 구상권 행사를 통해 회수하는 금액이 확대되는 모습이 나타나게 된다. 통상적으로 보증보험과 관련된 채무불이행이 경기 부진 시기에 확대되며 이후 경기 회복기에 구상을 통해 이를 회수하는 동사의 특성을 감안했을 때 전반적인 손익이 경기 민감한 움직임을 보일 것으로 예상된다. 실제로 동사의 과거 위험손해율을 살펴보면 사이클리티가 강하게 나타나는 점을 확인할 수 있다.

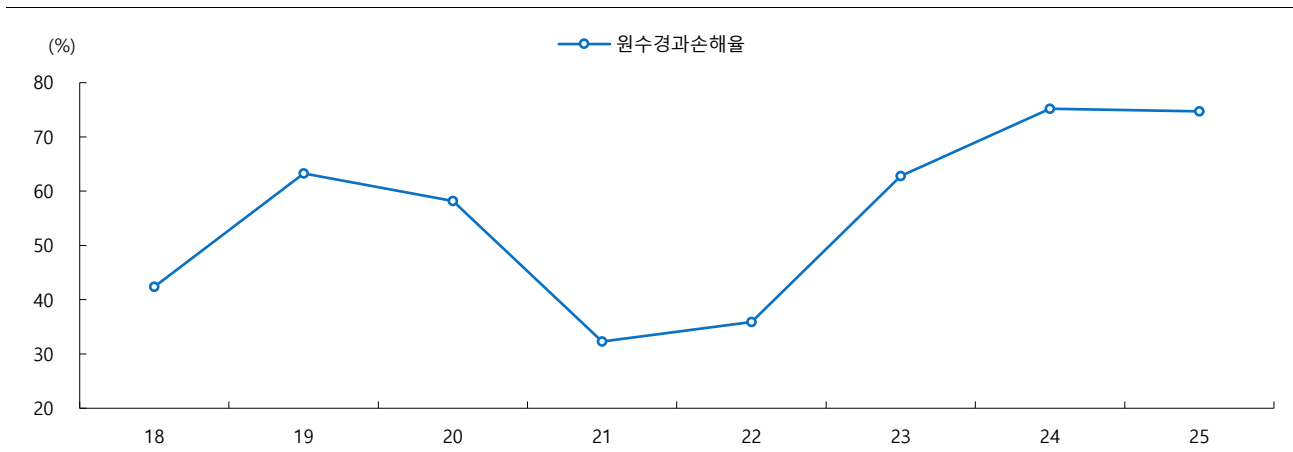
그림4. 서울보증보험 - 구상금 및 구상률 데이터



자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

주: 구상률은 당해연도 구상금을 직전 3개연도 지급보험금 평균으로 나눈 비율

그림5. 서울보증보험 - 원수경과손해율 추이



자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

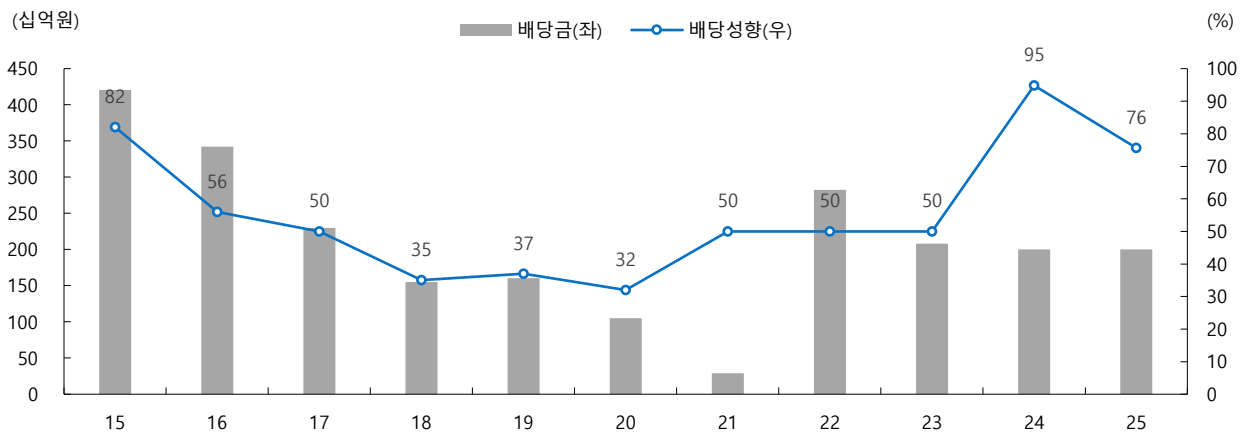
II. 높은 배당 매력과 사이클 개선 기대감

1. 최저 배당금 제시 등 적극적인 배당 지급

서울보증보험의 핵심 투자포인트는 배당이다. 당사는 과거 IFRS17 도입을 앞두고 자본 확충을 추진하던 2018~2020년을 제외하면 지속적으로 50%를 상회하는 수준의 배당성향을 기록해 왔으며 2025년 상장 시점에는 전세보증사고 등 영향으로 실적이 부진했음에도 2025년~2027년 3개년에 걸쳐 연간 2,000억원의 최소 배당금을 보장하겠다는 계획을 발표하며 배당에 있어 적극적인 모습을 보였다.

예금보험공사의 공적자금 회수 등을 감안했을 때 지분 매각이 완료되기 전까지는 배당에 있어 적극적인 모습이 지속될 것으로 예상된다. 현재 K-ICS비율도 내부적으로 관리 목표로 제시한 320%를 상회하는 395.1% 수준에 달한다는 점에서 자본 부담도 제한적이라고 판단한다. 1Q26 가용자본 기준으로 목표치로 제시한 K-ICS비율 320%를 상회하는 잉여자본은 약 1조원으로 추정되는 만큼 주주환원 측면에 있어 제약은 제한적이라고 판단한다. 이를 감안했을 때 2027년 이후로도 전반적인 사이클 수준과 이익체력을 감안하여 최소 배당 수준을 지속적으로 제시할 것으로 예상하며 시클리컬 성격이 강한 이익에도 높은 배당 안정성을 바탕으로 주가의 하방 경직성이 확보될 것으로 예상된다.

그림6. 배당총액 및 배당성향 추이



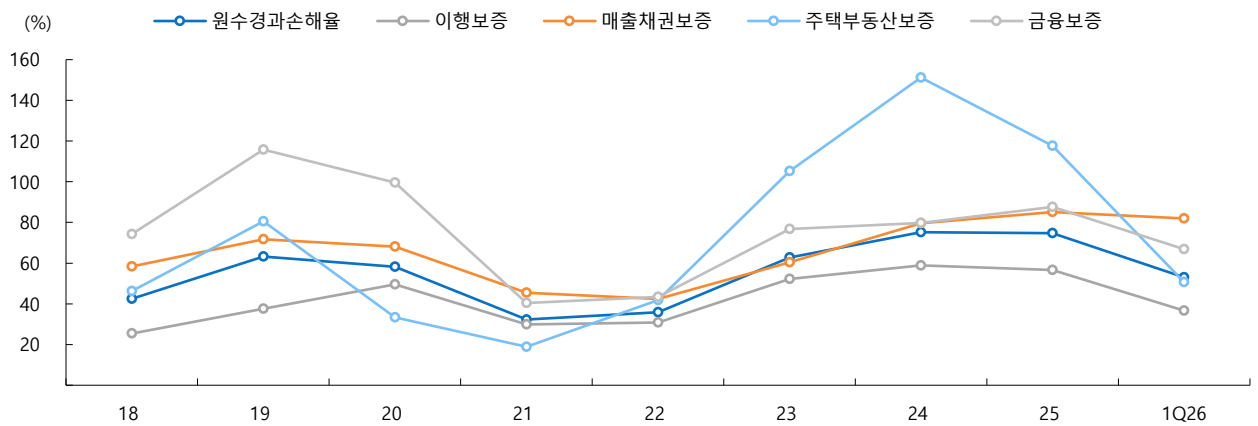
자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

2. 전세보증 등 중심으로 전반적인 사이클 개선 기대

적극적으로 배당 하단을 제시하는 가운데 추가적으로 동사의 보증사업 사이클이 개선 추세를 보일 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 1Q26 기준 동사의 원수경과 손해율은 53.0%(-31.8%p YoY)로 큰 폭 개선되었는데 정산보험료 약 850억원이 나타난 주택보증 외에도 이행보증 등 전반적인 메인 사업의 손해율이 24년 고점을 기록한 이후 개선 추세가 뚜렷하게 나타나고 있다는 점에서 전반적인 사이클이 저점을 찍고 회복하고 있다고 판단한다. 정산보험료를 제외하더라도 전체 원수경과손해율은 약 62.4%(-22.4%p YoY)으로 전년 대비 큰 폭 감소한 만큼 경상 이익체력 측면의 개선세가 나타나고 있다고 판단한다.

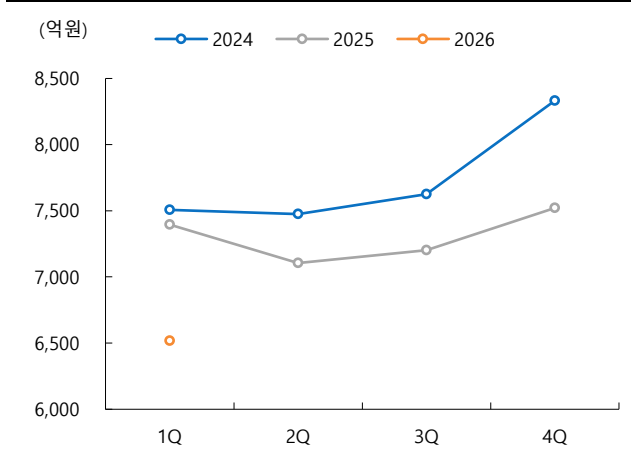
특히 주택부동산보증의 경우 전세보증 사고로 인해 2023년~2025년 중 대규모 손실이 발생했으나 최근 부동산 가격 상승에 따라 역전세 관련 부담이 축소되고 있다는 점에서 관련 부담은 대체로 제한적인 모습을 전망한다. 이에 더해 이행보증 등 동사의 주력 상품의 손해율이 개선세를 보이고 있다는 점에서 보험손익 중심으로 전체적인 실적 개선을 기대할 수 있다고 판단하며 이익 회복에 따라 기존 최저 배당 수준으로 제시한 2,000억원 이상으로 배당금이 빠르게 확대될 가능성도 상존한다는 점에서 배당 관점의 매력도 함께 확대될 것으로 전망한다.

그림7. 서울보증보험 - 부문별 세부 위험손해율 추이



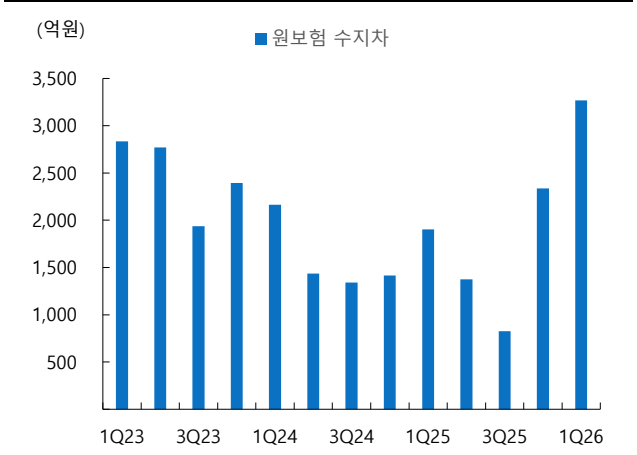
자료: 서울보증보험, IM증권 리서치본부

그림8. 서울보증보험 - 보험금 청구 추이



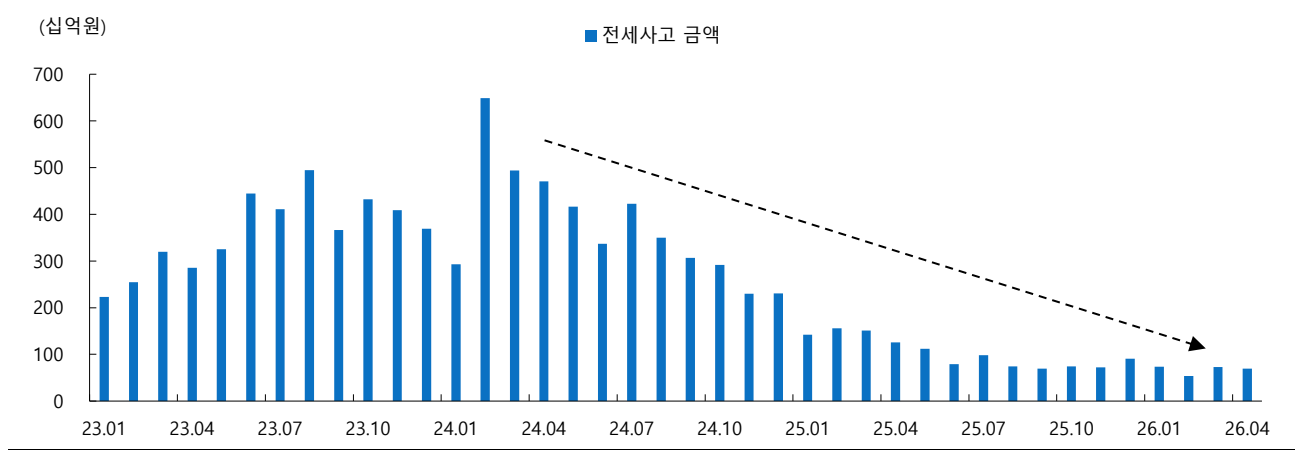
자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

그림9. 서울보증보험 - 원보험수지차 추이



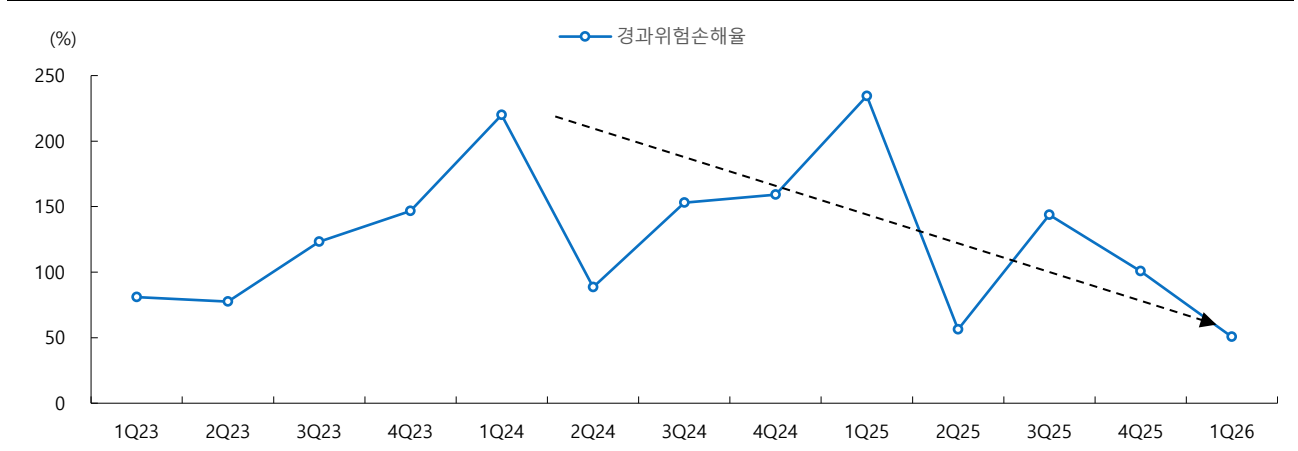
자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

그림10. 전세보증사고 추이



자료: 한국부동산원, iM증권 리서치본부

그림11. 서울보증보험 전세부동산 보증 - 위험손해율 추이



자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

III. 경기 민감도와 오버행 리스크 고려 필요

1. 손익의 높은 경기 민감도와 예보 지분 오버행 이슈 상존

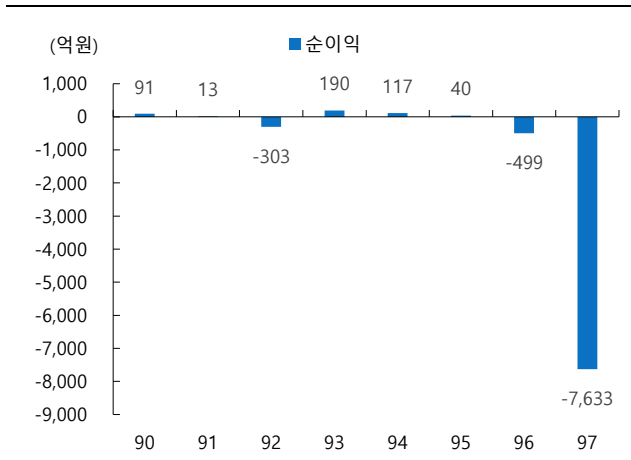
동사의 주요 리스크 요인으로는 높은 경기민감도를 제시한다. 과거 IMF 외환위기 당시 부실 심화 요인이었던 회사채 보증 등 사업을 영위하지 않고 있는 만큼 과거 대비 시스템 리스크 발생에 대한 우려는 제한적이나 이행보증 등 기업들의 경제활동과 주택보증 등 부동산 시장과 민감한 사업 구조를 보유하고 있는 특성을 감안했을 때 높은 이익 변동성은 불가피할 것으로 예상된다.

다만 동사가 최저 배당 수준을 제시하는 등 이익과 관계없이 일정 수준의 주주환원을 꾸준히 기대할 수 있다는 점을 감안했을 때 높은 경기 민감도에도 불구하고 안정적인 배당주 관점의 매력은 높게 나타날 것으로 전망한다. 당사는 보수적 관점에서 동사의 중장기 배당금 성장률을 전반적인 GDP 성장률, 물가 상승률 등에 비해 낮은 수준으로 가정하고 있으나 이를 고려해도 현재 주가는 미래 예상되는 배당금 규모 등에 비해 다소 저평가된 상황이라고 판단한다. 유의미한 사이클 개선과 함께 현재 수준을 상회하는 배당 성장률이 지속적으로 나타날 경우 기업 가치의 추가적인 Upside를 충분히 기대할 수 있다고 판단한다.

또 다른 주요 리스크 요인으로는 예금보험공사의 공적자금 회수에 따른 오버행 리스크를 제시한다. 예금보험공사는 과거 IMF 외환위기 발생 이후 약 10.25조원의 공적자금을 투입했으며 지속적인 유상감자, 배당, 우선주 상환 및 상장 등을 통한 지분 매각을 통해 누적 약 5.48조원이 상환된 상황이다. 현재 약 4.77조원의 잔액이 남아있으며 지속적으로 지분 처분, 배당 등을 통해 공적자금 회수를 추진할 계획이다.

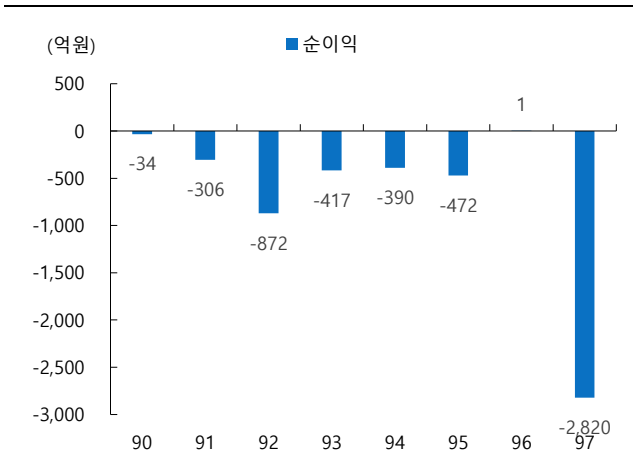
예금보험공사의 예금보험기금채권상환기금 청산 목표가 2027년으로 예정되어 있는 만큼 지분 매각과 관련된 오버행 리스크가 상존하고 있으나 1) 동사가 지분 매각 외에도 배당을 통한 공적자금 회수가 가능한 상황에서 2) 지분 매각을 통해 공적자금 회수를 위해서는 동사 주가가 주당 85,900원을 상회할 필요가 있으며 3) 지분 매각 시 지급받는 배당금 규모가 감소할 수 있는 점 등을 종합적으로 고려할 필요가 있다고 판단한다. 현재 주가 대비 지분 매각을 통한 공적자금 회수가 어려우며 동사의 이익을 늘려왔던 전세보증 관련 부담이 최근 전세사고 축소 등에 따라 해소되고 있는 만큼 이익 개선에 기반한 추가적인 배당금 확대를 기대할 수 있는 국면임을 감안했을 때 단기적으로 과도한 충격이 발생할 정도의 지분 매각은 발생하지 않을 것으로 전망한다.

그림12. 대한보증보험 - 순이익 추이



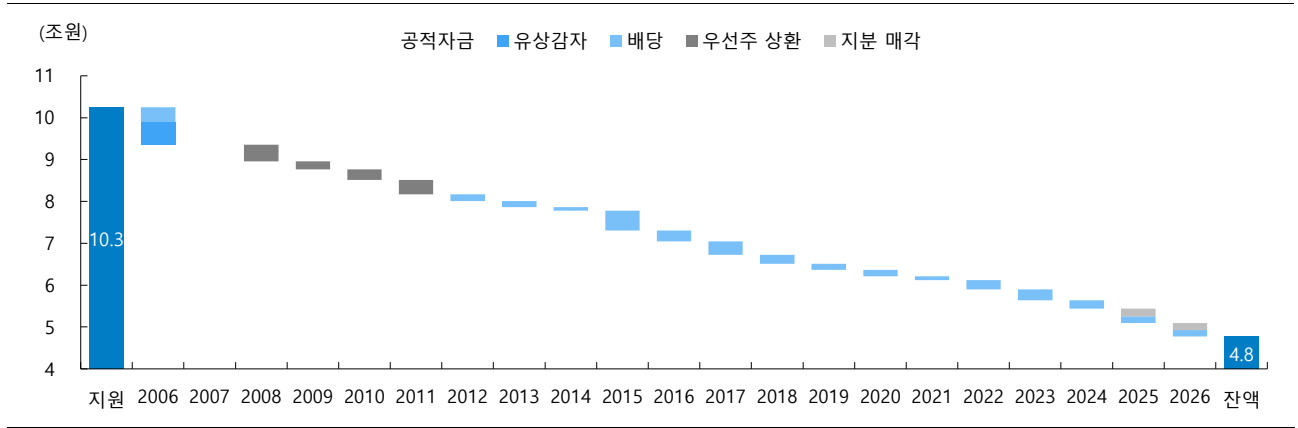
자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림13. 한국보증보험 - 순이익 추이



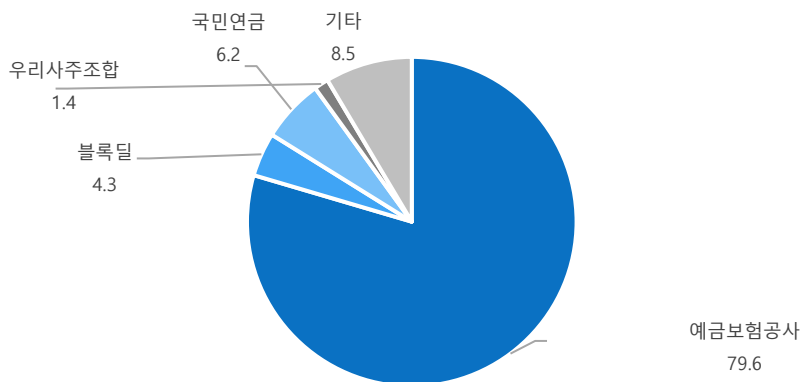
자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림14. 서울보증보험 - 공적자금 회수 추이



자료: 금융위원회, Dart, iM증권 리서치본부

그림15. 서울보증보험 - 지분구조(1Q26)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

표3. 서울보증보험 - 공적자금 지원 및 회수 현황

(단위: 십억원)	공적자금 투입		회수				
	보통주	우선주	배당	유상감자 보통주	우선주	우선주 상환	지분 매각
지원 총액	1,250.0	9,000.0					
회수 총액			3,410.8	66.5	479.1	1,179.5	342.5
06.03				66.5			
06.03					479.1		
2006년 결산 배당			352.2				
08.07						398.0	
09.07						187.6	
10.07						252.5	
11.07						341.4	
2011년 결산배당			164.8				
2012년 결산배당			147.2				
2013년 결산배당			80.3				
2014년 결산배당			337.4				
2015년 중간배당			139.7				
2015년 결산배당			255.1				
2016년 결산배당			321.0				
2017년 결산배당			215.9				
2018년 결산배당			145.5				
2019년 결산배당			150.4				
2020년 결산배당			98.7				
2021년 결산배당			215.0				
2022년 결산배당			265.3				
2023년 결산배당			195.5				
25.03							181.5
2024년 결산배당			167.7				
26.03							161.0
2025년 결산배당			159.1				

자료: 금융위원회, Dart, iM증권 리서치본부

IV. 이익전망: 사이클 회복에 대한 기대

1. 26E 순이익 3,152억원(+19.3% YoY) 전망

서울보증보험의 2026E 순이익은 3,152억원(+19.3% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 보험손익은 3,263억원(+22.6% YoY)으로 1) 전세보증사고 감소, 정산보험료 발생 등 영향으로 주택부동산보증 손해율이 100%를 하회하는 수준까지 개선되고 2) 이행보증 등 주요 보증상품의 손해율이 25년에 이어 사이클 개선 추세를 보인다는 가정을 반영했다. 2026년 원수경과손해율은 과거 2019년, 2023년과 유사한 수준인 61.2%(-13.5%p YoY)을 가정했으며 추가적인 정산보험료, 구상권 청구 등에 따라 추가적인 Upside도 충분히 기대할 수 있다고 판단한다. 투자손익은 안정적인 운용 기조를 바탕으로 1,196억원(+1.5% YoY)의 실적을 전망한다.

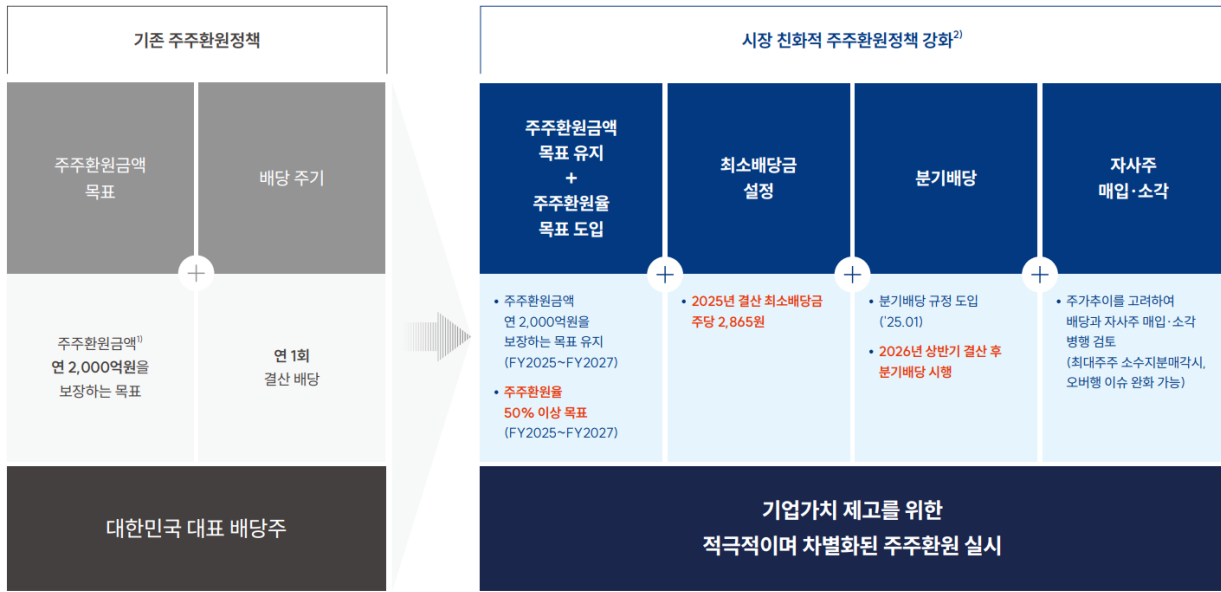
배당성향은 동사가 과거 제시한 기업가치 제고 계획을 반영하여 Max[배당성향 50%, 2,000억원]을 기준으로 반영했다. 보수적으로 2027년까지 동사 연간 배당금 총액을 2천억원으로 가정했으며 2028년부터 사이클 완화에 따른 이익 회복을 바탕으로 배당성향의 50%에 해당하는 금액이 2,000억원을 상회할 것으로 가정했다. 이를 적용한 동사의 26E 배당수익률은 약 6.5%에 달하며 배당소득 분리과세가 적용된다. 향후 분기배당 등 다양한 주주환원 방안을 감안하고 있으며 현재 유동 주식 수를 감안했을 때 자사주 매입/소각은 단기적으로 어렵다고 판단한다.

표4. 서울보증보험 - 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	2.7	43.1	55.3	150.0	62.5	106.6	80.7	76.5	70.6	147.6
원수보험	40.8	51.4	35.8	148.8	112.4	99.1	71.0	66.2	-11.8	92.8
수재보험	-0.9	1.5	2.0	-24.6	-19.0	-5.0	-1.4	-0.4	적지	적전
출재보험	-25.2	1.5	24.1	8.9	-22.3	20.5	19.1	18.8	흑전	1,306.1
기타사업비	12.0	11.3	6.5	-16.8	8.6	8.0	8.0	8.1	-7.0	-29.2
원수경과손해율(%)	84.8%	67.3%	68.7%	78.0%	53.0%	60.2%	65.9%	67.3%	7.2%p	-7%p
투자손익	23.9	41.2	24.8	28.1	29.9	29.4	30.0	30.4	-1.7	-28.6
자산운용손익	50.5	55.2	53.8	52.3	61.3	55.3	55.8	56.4	-9.8	0.3
보험금융손익	-26.7	-14.0	-29.0	-24.3	-31.4	-25.9	-25.8	-26.0	적지	적지
영업이익	26.6	84.2	80.1	178.0	92.4	136.1	110.7	106.9	47.2	61.5
세전이익	25.3	84.9	80.4	178.7	84.6	136.5	111.1	107.3	61.3	60.8
당기순이익	19.1	65.2	61.3	118.7	56.9	99.1	81.0	78.2	74.3	52.0
자산총계	9,509	9,473	9,429	9,436	9,486	9,457	9,589	9,681	-0.3	-0.2
운용자산	8,615	8,557	8,564	8,590	8,638	8,718	8,799	8,880	0.9	1.9
부채총계	4,490	4,220	4,194	4,200	4,461	4,395	4,446	4,459	-1.5	4.2
책임준비금	3,338	3,317	3,260	3,228	3,371	3,359	3,378	3,403	-0.4	1.3
자본총계	5,018	5,187	5,168	5,174	4,963	5,062	5,143	5,222	2.0	-2.4
비상위험준비금	2,511	2,536	2,557	2,127	2,147	2,147	2,147	2,147	0.0	-15.3
ROE	1.5%	5.1%	4.7%	9.2%	4.5%	7.9%	6.3%	6.0%	3.4%p	2.8%p
K-ICS비율	414.4%	427.5%	415.8%	397.4%	395.1%	394.8%	398.9%	402.0%	-0.3%p	-32.7%p

자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부 추정

그림16. 기업가치 제고 계획 - 주주환원 관련 항목



자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

IV. Valuation: 안정적인 배당 전망 기반 접근

1. 투자 의견 Buy, 목표주가 56,000원으로 커버리지 개시

서울보증보험의 경우 경기와 밀접한 시클릭 성격을 보유하고 있으나 1) 공적자금 회수 등을 위해 최저 배당 수준을 설정하는 등 적극적인 배당 정책을 이어가고 있으며 2) 보증 업무 특성상 명목 경제성장과 함께 지속적인 성장을 기대할 수 있다는 점에서 중장기적으로 안정적인 배당 확대를 기대할 수 있다고 판단한다. 배당의 경우 단기적으로는 일부 변동이 있겠으나 중장기적으로는 전반적인 경기 성장과 함께 기본적인 이익 체력이 확대되며 안정적인 성장 추세가 나타날 것으로 전망한다.

이를 감안하여 고든배당모형을 바탕으로 동사의 목표주가를 산출했다. Cost of Equity는 약 6.75%로 KOFR 무위험지표금리 2.51%에 한국공인회계사회 ERP 및 Size Premium 가이드를 준용하여 Risk Premium 8%, Size Premium -0.51%를 사용했으며 Beta는 과거 1년 60일 베타 평균을 고려하여 약 0.5를, 그 외 Company Specific Risk로 예금보험공사의 지분 매각으로 인한 오버행 리스크를 감안하여 약 0.75%를 추가적으로 적용했다. 배당의 영구성장률은 당사 추정치 기준 2025년~2030년 중 예상 배당금의 CAGR 성장률을 반영하여 약 1.6%를 적용했다.

이를 바탕으로 도출한 동사의 적정 가격은 약 56,000원으로 전일 종가 44,000원 대비 약 27.3%의 Upside를 기대할 수 있다고 판단하며 투자 의견 Buy를 제시한다. 현재 주가 44,000원은 당사 추정치 기준 배당의 영구성장률을 0%로 가정했을 때 예상되는 적정 주가 약 42,500원과 유사하다는 점에서 향후 동사의 배당이 현재 수준에서 고정된다는 가정이 반영되어 있다고 판단한다. 반대로 경기가 예상보다 빠르게 회복되며 동사의 배당 영구성장률이 당사 추정치의 2배 수준인 약 3.2% 수준까지 확대될 경우 적정 주가는 약 80,700원 수준에 달할 것으로 예상되며 이 경우 동사 주가의 Upside는 약 83%에 달한다.

종합적으로 향후 동사의 주가 Upside에 있어 핵심은 1) 이익 회복을 통한 배당 Upside 뿐만 아니라 2) 중장기적으로 우상향하는 배당 하단에 대한 가이드를 제공하며 사이클 악화 구간에서도 안정적으로 배당을 지급할 수 있음을 지속적으로 증명하는 것이 관건이라고 판단한다.

표5. 서울보증보험 - 목표주가 산정

(단위: 십억원, 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
당기순이익	264	315	390	414	434	433
총 배당금	200	200	200	207	217	217
배당성향	75.7%	63.5%	51.3%	50.0%	50.0%	50.0%

배당금 CAGR	1.6%	2025년~2030년 CAGR
----------	------	------------------

목표주가 산정	수치	비고
적정 기업가치(십억원)	3,885	2026E 배당금/(CoE-배당 영구성장률)
Target Price (원)	56,000	1Q26 기준 전체 주식수로 기업가치를 나누어 산정
현재 주가(원)	44,000	2026.06.10 기준 종가
Upside (%)	27.3%	

자료: iM증권 리서치본부 추정

표6. 핵심 가정 산출 내용

항목	수치	비고
Cost of Equity	6.75%	Cost of Equity = a+b*c+d+e
Risk Free Rate (a)	2.51%	- KOFR 무위험수익률 금리 수치 준용
Risk Premium (b)	8.00%	- 한국공인회계사회 가이드선 7~9%의 중간값 사용
Beta (c)	0.50	- 상장 후 60일 베타 평균 수치 참조하여 0.5 적용
Size Premium (d)	-0.51%	- 한국공인회계사회 가이드선 중 시총 1.8조 이상 기준 적용
Company Specific Risk (e)	0.75%	- 예보 오버행리스크 감안하여 0.75% 추가 부여
배당 영구성장률	1.60%	2025~2030년 당사 추정치 기준 배당금 CAGR 준용

자료: iM증권 리서치본부 추정

표7. Scenario Test - CoE와 배당 성장률이 기반한 적정 주가 추정

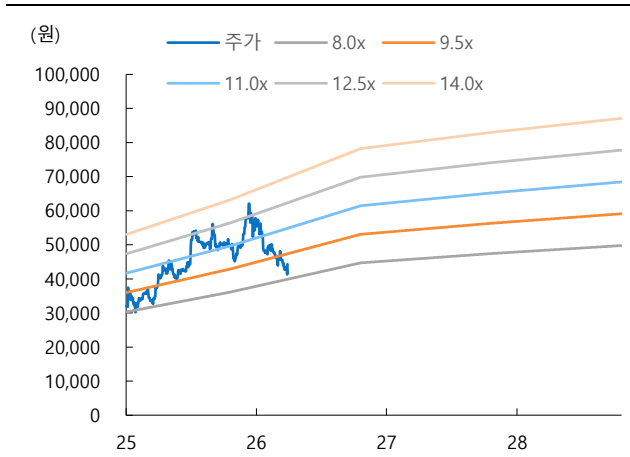
(단위: 원)		Cost of Equity				
		4.0%	5.4%	6.7%	8.1%	9.5%
배당성장률	0.0%	71,600	53,300	42,500	35,300	30,200
	0.8%	89,500	62,600	48,200	39,100	32,900
	1.6%	119,400	75,900	56,000	43,900	36,300
	2.4%	179,100	96,300	65,900	50,100	40,400
	3.2%	358,100	131,800	80,700	58,200	45,500

자료: iM증권 리서치본부 추정

현재 동사의 밸류에이션을 살펴봤을 때도 전반적인 부담은 제한적이라고 판단한다. 동사의 경우 경기에 따른 이익의 사이클이 높은 특성을 감안했을 때 밸류에이션에 있어 PBR 중심의 접근이 유효하다고 판단하며 26E PBR은 0.59배 수준에 불과하다. 상장 이후 주가 수준을 감안했을 때 저가매수 관점의 접근이 유효하다고 판단하며 반도체 중심 국내 경기가 빠르게 회복될 경우 추가적인 이익 개선에 따라 전체적인 배당 금액이 확대되며 추가적인 상승 여력도 높다고 판단한다.

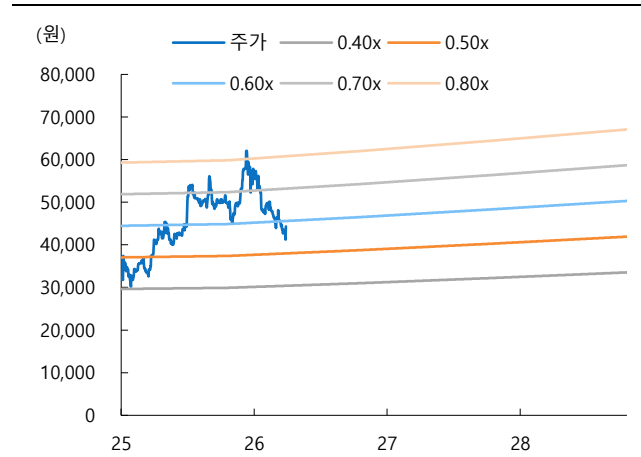
2026년 결산배당 지급이 예상되는 2027년 4월까지 배당수익률을 고려한 접근이 유효하다고 판단한다. 대내외 불확실성과 전반적인 시장의 변동성이 높아지는 국면에서 상대적으로 안정성 높은 배당을 바탕으로 주가의 하방 경직성이 확보되어 있는 만큼 안정성 관점의 매력이 높다고 판단한다.

그림17. 서울보증보험 - PER 밴드



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림18. 서울보증보험 - PBR 밴드



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	8,590	8,880	8,999	9,127
현금 및 예치금	156	166	171	175
유가증권	8,245	8,524	8,638	8,761
대출금	3	3	3	4
부동산	186	186	186	186
비운용자산	845	858	870	880
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	9,436	9,681	9,868	10,051
책임준비금	3,228	3,403	3,381	3,336
CSM잔액(원수)				
기타부채	971	1,057	1,076	1,090
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	4,200	4,459	4,457	4,426
자본금	175	175	175	175
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	5,027	5,143	5,333	5,546
비상위험준비금	2,127	2,147	2,147	2,147
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-28	-96	-96	-96
자본총계	5,174	5,222	5,412	5,625

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	251	326	408	437
원수보험	277	349	417	445
수재보험	-22	-26	-12	-13
출재보험	9	36	36	39
기타사업비	13	33	33	34
투자손익	118	120	127	131
자산운용손익	212	229	232	235
보험금융손익	-94	-109	-105	-103
영업이익	369	446	535	568
영업외손익	0.4	-6.3	1.9	1.9
세전이익	369	440	537	570
법인세비용	105	124	147	157
법인세율	28.4	28.3	27.4	27.4
당기순이익	264	315	390	414
원수경과보험료				
이행보증	920	974	999	1,024
매출채권보증	309	304	316	329
주택부동산보증	251	272	215	223
금융보증	345	409	417	425
기타보증	44	26	27	27
합계	1,869	1,985	1,973	2,028

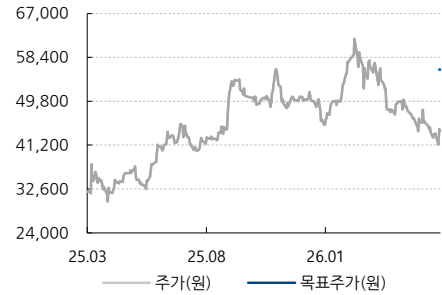
주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
보증별 세부				
전체 경과위험손해율(%)	75	61	61	60
이행보증				
경과보험료	920	974	999	1,024
경과위험손해율(%)	57	48	53	53
매출채권보증				
경과보험료	309	304	316	329
경과위험손해율(%)	85	70	72	75
주택부동산보증				
경과보험료	251	272	215	223
경과위험손해율(%)	118	80	47	39
금융보증				
경과보험료	345	409	417	425
경과위험손해율(%)	88	77	83	81
기타보증				
경과보험료	44	26	27	27
경과위험손해율(%)	31	22	-1	8
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.5	2.6	2.6	2.6
평가치분손익 제외 수익률	2.3	2.6	2.6	2.6
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	397.4	402.0	405.2	413.0

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	0.7	3.4	1.3	1.4
책임준비금증가율	-1.1	5.4	-0.6	-1.3
BPS증가율	0.3	0.9	3.6	3.9
보험손익증가율	71.7	29.9	25.1	7.0
투자손익증가율	-8.1	1.6	6.0	3.5
영업이익증가율	34.4	20.9	20.0	6.2
세전이익증가율	32.8	19.1	22.2	6.2
당기순이익증가율	25.3	19.3	23.7	6.1
주당지표(원)				
EPS	3,785	4,514	5,586	5,925
BPS	74,103	74,784	77,506	80,567
EV(BV+CSM)	74,103	74,784	77,506	80,567
보통주 DPS	2,865	2,865	2,865	2,963
보통주 배당수익률(%)	5.8	6.5	6.5	6.7
Valuation 지표				
PER(배)	13.1	9.7	7.9	7.4
PBR(배)	0.67	0.59	0.57	0.55
P/EV(배)	0.67	0.59	0.57	0.55
ROE(%)	5.1	6.1	7.3	7.5
ROA(%)	2.8	3.3	4.0	4.2
배당성장률(%)	75.7	63.5	51.3	50.0

자료: 서울보증보험, iM증권 리서치본부

서울보증보험 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-06-10	Buy	56,000		



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 기관투자자 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 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-