

Neutral
(Maintain)보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

보험

왜 올해는 손해보험이 아닌 생명보험인가?



- 올해 보험사 주가 수익률 생보 52% vs. 손보 25%(KOSPI 48%)
생보사 주가 호조 이유는 1) 기준금리 하락에도 반등세를 보이는 장기금리
2) 자동차보험 실적 다운사이클 진입
3) 보다 높은 주주환원 확대 기대감 등으로 판단
- 보험 업종 Neutral 유지 및 생명보험 업종 선호, Top Pick 삼성생명 유지

>>> 생명보험사 주가가 손해보험사 주가를 상회하는 이유

단순평균 기준 커버리지 생명보험사의 YTD 주가 수익률은 52%, 손해보험사는 25%를 기록 중이다. 생명보험 업종 수익률은 손해보험 업종은 물론 코스피 지수의 YTD 수익률(48%)도 상회하는 등 강세를 보이고 있다. 그 이유는 다음과 같이 판단한다.

1. 올해 기준금리 하락에도 장기금리는 상승 중

올해 기준금리는 두 차례 인하로 3.0%에서 2.5%로 0.5%p 하락했다. 반면 장기금리(국고채 10년)는 연초 2.86%에서 10월 14일 2.87%로 오히려 소폭 상승하는 모습이다. 장기금리 하락은 특히 부채 듀레이션이 긴 생명보험사의 자본건전성(K-ICS 비율)에 부정적 영향을 미쳐왔으나, 올해 바닥을 다지고 있어 생명보험사 자본 및 주주환원에 대한 우려도 완화되고 있다.

2. 자동차보험 실적의 본격적인 다운사이클 돌입

손해보험사의 전유물인 자동차보험 실적이 다운사이클로 진입했다. 과거 섰다운 등으로 인한 교통량 감소로 손해율 하락 및 자동차보험 실적 호조를 보여왔으나, 이후 교통량 증가와 4년 간의 누적된 자동차보험료 인하, 정비수가 인상 등으로 손해율 상승 기조가 이어지고 있다. 이에 따라 당분간 자동차보험 부문의 실적은 하락세를 보일 것으로 예상된다.

3. 주주환원 확대 기대감도 생명보험사가 더 높음

보험사의 주주환원 규모는 주주환원 성향과 연간 실적에 의해 결정된다. 즉, 주주환원 확대 및 주가 상승을 위해서는 주주환원 성향이 상승하거나 실적이 증가해야 한다(혹은 다른 주가 동인이 있거나). 손보사에 기대할 수 있는 주주환원 성향 상향 범주는 연간 3~5%이며, 자본 활용에 보수적인 보험사의 특성 상 이를 급격히 늘리기도 어렵다는 점도 반드시 양지해야 한다. 실적도 IFRS17 도입 이후 급격한 성장은 어려우며, 특히 자동차보험 부진 및 예실차의 난기류를 극복해야 한다. 현 시점에서, 손보사가 이미 기록 중인 YTD 25% 주가 수익률을 넘어서는 주주환원 규모 증가율을 기록할 것이라고 예상하기는 어려우며, 추가적인 주가 동인을 찾기도 쉽지 않은 상황이다.

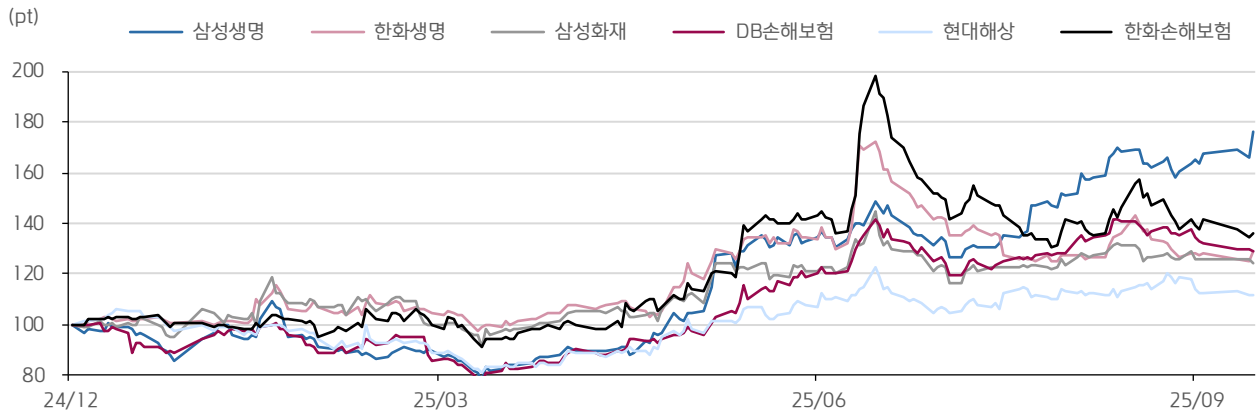
반면 생보사는 IFRS17 도입 후 이차역마진 완화 및 구조적으로 낮은 손해율 민감도 등으로 멀티플 리레이팅 기대가 가능하며, 특별배당 가능성 및 자본 규제 완화 시 배당 재개 기대감 등 외부 요인도 생보사에 긍정적인 바 보다 주주환원 확대에 대한 가시성이 높다.

생명보험 업종 선호 우위 및 삼성생명 Top Pick 을 유지한다.

Compliance Notice

- 당사는 10월 14일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

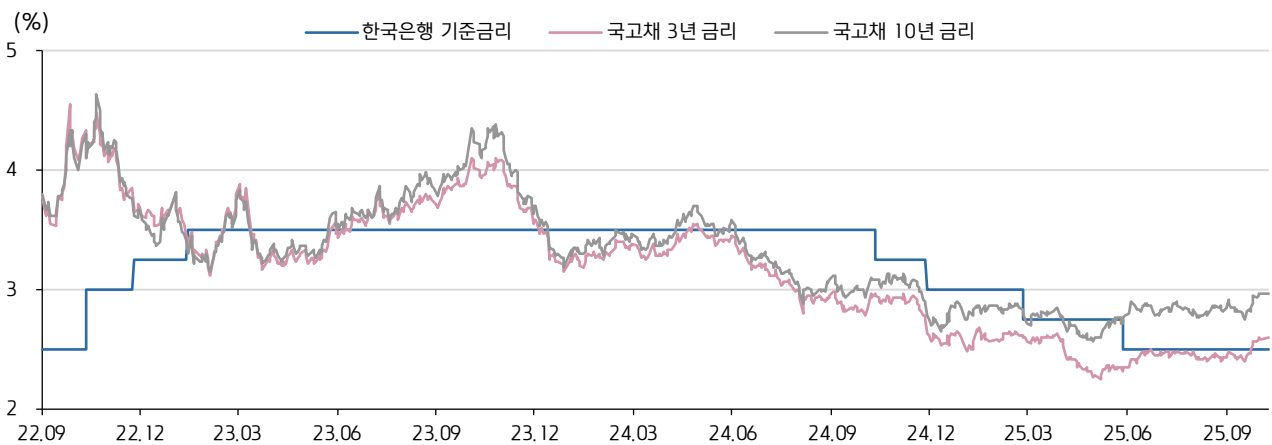
커버리지 보험사의 연초 이후 주가 수익률 추이



주: 2024년 종가를 100pt로 설정하여 10월 14일까지의 YTD 수익률을 계산

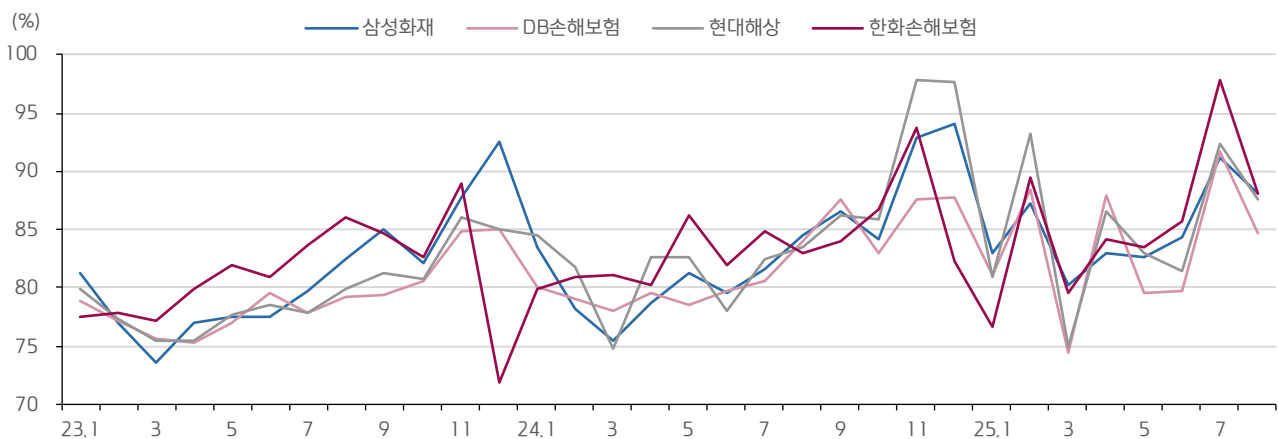
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

한국은행 기준금리, 국고채 3년물, 10년물 금리 추이



자료: 한국은행, Quantiwise, 키움증권 리서치센터

커버리지 4개 손해보험사 자동차보험 손해율 추이



자료: 대한금융신문, 키움증권 리서치센터

(삼성생명 배당수익률 - 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



주: 2025년 배당수익률은 DPS 추정치를 기반으로 계산

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

(삼성화재 배당수익률 - 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



주: 2025년 배당수익률은 DPS 추정치를 기반으로 계산

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

(DB손해보험 배당수익률 - 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



주: 2025년 배당수익률은 DPS 추정치를 기반으로 계산

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~+10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%