

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

보험

보험 업종 투자 매력도 점검



- 최근 보험 업종 주가 상승의 원인은 실적 / 금리 / 규제 등으로 해석
- 그럼에도 불구하고, 배당주의 근본적인 한계를 바꾸기는 어려움
- 보험 업종 투자 시에는 가격과 배당 매력도를 우선적으로 판단해야 하며, 현재는 개별 종목의 모멘텀에 기반한 투자 권고

>>> 실적 / 금리 / 규제의 삼박자가 만들어낸 주가 상승

지난 3 분기 보험주의 주가 수익률이 시장보다 상대적으로 좋은 모습을 보였는데, 그 배경에는 실적, 금리, 규제 등의 요인이 있었다. 올해 상반기 보험사들의 실적은 대부분 전년대비 높은 성장률을 보이며 기대치를 상회했는데, 계리 관련 일회성 비용의 반영이 줄어든 영향이다. 또한, 작년 말부터 시중금리는 급격히 상승하고 있는 상황에서 고금리가 증시 하락의 원인으로 작용하자 방어주이자 금리 상승 수혜주인 보험주는 상대적으로 수급이 우호적으로 작용했다. 규제의 경우, 다수 보험사들의 배당 불가 원인인 해약환급금준비금 제도 개선과 더불어 실손보험 개혁 등의 긍정적인 영향에 대한 기대감이 보험주 투심을 자극했다.

>>> 그럼에도 불구하고 - 근본적인 한계를 바꾸기는 어려움

보험주는 시장에서 대체로 배당주이자 방어주로 인식된다. 이러한 인식은 보험주의 밸류에이션 향상 혹은 구조적 주가 상승에 대해서는 방해 요인으로 작용하기도 하는데, 대표적으로는 주가가 상승할수록 배당주의 매력도인 배당수익률은 줄어들기 때문이다. 추가적으로 올해는 배당주에 불리한 환경이 조성되었는데, 증시 활황으로 전체적으로 주가가 상승한 동시에 시중금리 상승으로 무위험수익률도 높아졌기 때문이다. 배당주 투자자의 요구수익률은 높아진 반면 기대할 수 있는 배당수익률은 오히려 낮아졌기 때문이다. 금리 상승이 보험주 펀더멘털에는 좋을 수 있으나 투자자에게는 불리하게 작용될 수 있으며, 배당 증가에 따른 주가 상승을 기대하기에도 한계가 있다.

또한, 보험사는 잉여자본을 적극적으로 활용하기는 어렵다는 특징이 있다는 점도 염두에 두어야 한다. 금리 변화에 따른 자본 변동 민감도가 높아 주주환원을 갑자기 늘릴 경우 연속성에 대한 부담은 필연적이다. 배당주가 시장에서 기업가치를 가장 높게 인정받을 수 있는 방법도 장기간 꾸준한 배당의 증가이지, 절대적으로 높은 규모의 배당을 주는 것이 아니다.

>>> 가격 매력도를 최우선적인 기준으로 판단할 것을 권고

보험사는 배당주이며 배당을 일시에 급격히 증가시키기는 어렵다고 판단한다면, 가격을 먼저 고려해야 한다. 지금 주가와 배당수익률이 무위험수익률 대비 충분히 스프레드가 벌어져 있을 때가 합리적인 투자 시점이 될 것이다. 현재는 보험주 대부분 가격과 배당 매력도가 낮은 구간인바 업황이나 배당 이외에 개별주의 특수한 모멘텀에 집중할 필요가 있다.

Compliance Notice

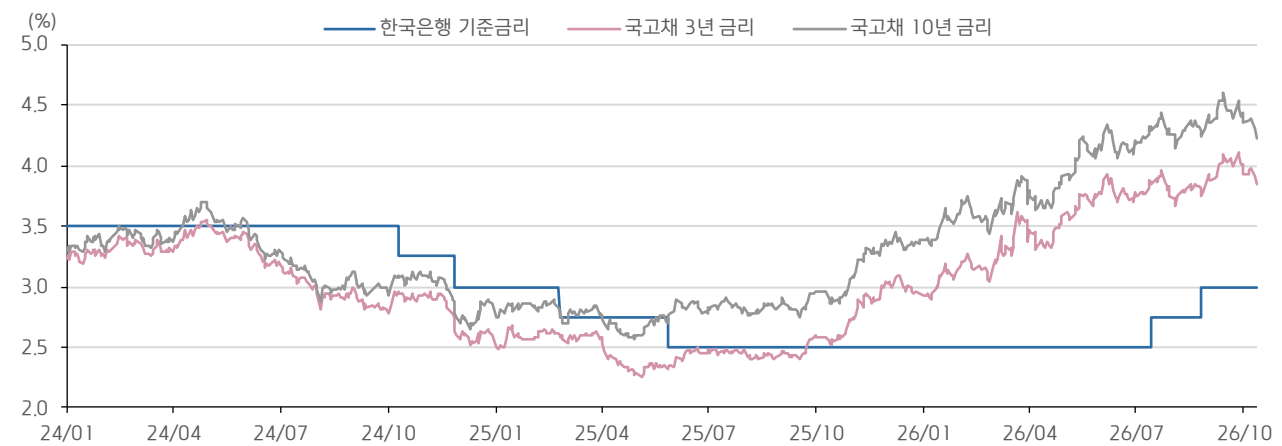
- 당사는 10월 14일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

보험사 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	QoQ	YoY
삼성생명	635.3	758.9	723.0	185.7	1,203.6	689.9	-43%	-9%
한화생명	122.0	57.7	136.1	(2.5)	247.8	262.4	6%	355%
삼성화재	608.1	637.5	538.0	234.7	634.7	737.7	16%	16%
DB손해보험	447.0	459.9	293.0	335.0	268.5	711.1	165%	55%
현대해상	203.2	247.8	183.2	(73.0)	223.3	391.8	76%	58%
한화손해보험	142.7	79.9	71.6	66.8	98.9	116.4	18%	46%
합계	2,158.2	2,241.7	1,944.9	746.7	2,676.8	2,909.3	9%	30%

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터.

한국은행 기준금리, 국고채 3년물, 10년물 금리 추이



자료: 한국은행, FnGuide, 키움증권 리서치센터

(삼성생명 배당수익률 - 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



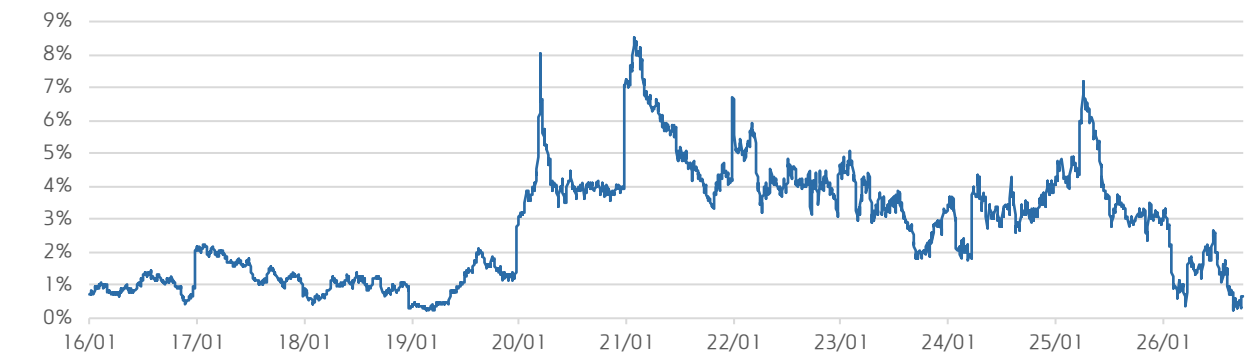
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

(삼성화재 배당수익률 - 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

(DB손해보험 배당수익률 - 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



자료: FnGuide, 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 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~+10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%