

# 서울옥션 (063170)

## 응찰하고 싶은 가격과 타이밍

Mid-Small cap

심의섭



02 3770 5719

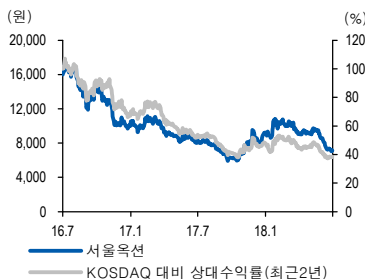
euiseob.shim@yuantakorea.com

### 투자의견 : N/R

주가 (07/06)	7,200원
자본금	85억원
시가총액	1,218억원
주당순자산	3,827원
부채비율	107.23
총발행주식수	16,917,500주
60일 평균 거래대금	5억원
60일 평균 거래량	54,543주
52주 고	10,800원
52주 저	5,930원
외인지분율	6.34%
주요주주	이호재 외 11 인 35.08%

#### 주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(16.0)	(20.7)	(13.7)
상대	(8.9)	(14.9)	(29.2)
절대(달러환산)	(19.6)	(24.2)	(10.7)



자료: Myresearch

### 국내 미술품 경매시장 독보적 1위 사업자

- 1998년 설립, 2008년 코스닥 시장에 상장한 국내 미술품 시장 1위 사업자. 1H18 국내 미술품 경매시장 총 거래액 기준 시장점유율 60%로 절대적 우위를 차지. 동사는 뛰어난 미술품 수급 능력을 바탕으로 미술품 경매, 판매, 중개 등의 사업 영역. 자회사로 피규어·토이 온라인 경매, 해외 경매 대행 등 신사업을 담당하는 '서울옥션블루', 유명 작품 Ltd. Edition 판화 제조 판매, 미술품 렌탈 등을 담당하는 '프린트 베이커리', 홍콩 경매를 담당하는 홍콩 법인 보유.
- 2017년 기준 매출 구성 및 비중은 미술품 판매(63%), 경매(24%), 중개(7%), 담보대출(1%), 기타(6%, 연회비, 렌탈 등)로 구성. 부문별로 매출 인식 방법이 다른데, 미술품 판매는 매입 시 재고자산으로 편입 후 판매 총액을 매출로 인식. 미술품 경매 및 중개의 경우는 수수료 순액만 매출로 인식. 매출 인식 차이로 동사 매출총이익 기여는 판매 매출과 경매 매출이 비슷한 수준.

### 성장 궤도 재진입. 턱어라운드 이미 시작되었다

- 미술품 경매시장은 글로벌 경매시장 상황, 트렌드, 관심 및 정치상황 등 다양한 변수에 영향을 받음. 2015년 김환기, 이우환, 박서보 등 단색화 작가들의 작품이 국내외에서 각광받으며 한류 미술품 경매시장의 메가 트렌드로 떠오름. 이에 동사 주가와 실적은 큰 폭으로 상승하였으나 이듬해부터 위작·대작 논란과 정치 혼란으로 미술계에 대한 관심과 거래 크게 위축.
- 하지만 거래 위축에도 불구하고, 미술품 가격은 높은 수준을 유지하였으며, 정치적 혼란이 해소되며 글로벌 호황 속에서 국내 경매시장 또한 회복. 1H18 국내 경매시장 총 거래액은 약 1,030억원으로 2H17대비 약 13% 가량 증가. 동사 낙찰총액 또한 613억원으로 반기 최고 수준 기록.

### 점점 늘어나는 Follow!

- 홍콩 법인 및 자회사 또한 기대됨. 홍콩 미술품 경매시장은 4조원 규모로 세계 3대 시장 중 하나. 동사는 국내 미술품 경매기업 중 유일하게 홍콩 법인 보유. 지난 2월 전시·경매장 SA+를 개관해 상반기 경매 성황리에 마감(낙찰총액 291억원). 우호적인 시장 상황속에서 자회사 서울옥션블루의 온라인 경매 플랫폼 성장과 프린트 베이커리의 오프라인 채널 확대 또한 동사의 기업가치에 긍정적 요인으로 작용할 것.
- 글로벌 미술품 경매시장 호황이 지속되는 가운데 글로벌 양대 미술품 경매회사 Sotheby's(bid us)의 주가는 지난 6/8일 최고가 경신. 홍콩·일본에서 미술품 경매를 하고 있는 Tokyo Chuo Auction 社は 5월부터 홍콩증시 상장 추진 중에 있으며, 동사와 양대를 이루는 사업자 케이옥션 또한 내년 코스닥 시장 상장을 목표로 준비 중에 있음. 지속적으로 커져가는 관심 속에서 동사의 실적 및 1위 사업자로서의 가치는 더욱 높아질 것으로 전망.

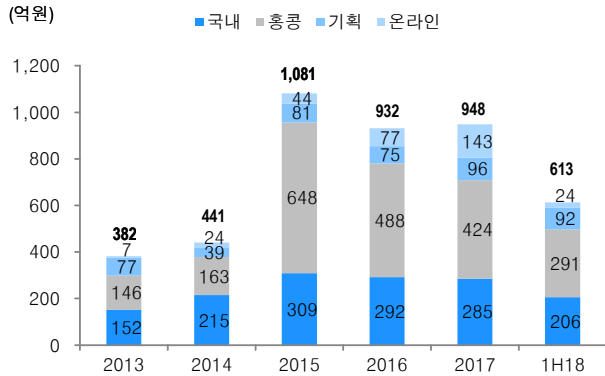
### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E
매출액	238	548	509	542	642
영업이익	51	151	97	64	91
지배주주순이익	36	129	61	31	56
영업이익률	21.5	27.6	19.0	11.8	14.2
EPS	212	764	363	184	330
PER	17.0	21.6	45.5	46.4	21.7
PBR	1.0	3.9	3.7	1.9	1.6
ROE	6.6	21.0	8.9	4.4	7.5

자료: 유안타증권 리서치센터

서울옥션 연간 낙찰총액 추이



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

2018년 상반기 국내 미술품경매 낙찰가 Top 10

작가	작품명	제작년도	낙찰가(원)	경매사	낙찰일자
김환기	3-II-72 #220	1972	8,527,480,000	서울옥션 홍콩	05.27
이중섭	소		4,700,000,000	서울옥션	03.07
김환기	Jar and Poetry	1954	3,939,070,000	서울옥션 홍콩	03.29
김환기	Les Chants Eternels(B)	1957	3,000,000,000	서울옥션	03.07
	백자대호	조선	2,475,720,000	서울옥션 홍콩	05.27
김환기	달과 매화와 새	1959	2,300,000,000	K옥션	05.23
	청자상감매죽포도문 표현병	고려	1,650,000,000	서울옥션	05.02
이우환	From Point	1976	1,512,940,000	서울옥션 홍콩	05.27
이중섭	싸우는 소		1,450,000,000	서울옥션	05.02
쿠사마 야요이	Pumpkin	1981	1,222,470,000	서울옥션 홍콩	03.29

자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 (063170) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액	149	238	548	509	542
매출원가	67	131	323	320	361
매출총이익	82	107	225	188	181
판매비	51	56	74	92	117
영업이익	30	51	151	97	64
EBITDA	34	53	154	100	69
영업외손익	-4	-6	1	-11	-23
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-3	-2	-3	-9	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-4	4	-3	-13
법인세비용차감전순이익	26	45	152	85	41
법인세비용	5	9	23	19	10
계속사업순이익	21	36	129	66	31
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	36	129	66	31
지배지분순이익	21	36	129	61	31
포괄순이익	21	34	127	71	22
지배지분포괄이익	21	34	127	67	23

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	58	60	-141	19	145
당기순이익	21	36	129	66	31
감가상각비	4	2	3	4	6
외환손익	0	0	-2	-3	3
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	43	20	-285	-35	101
기타현금흐름	-9	2	13	-14	5
투자활동 현금흐름	0	-4	-47	-32	-290
투자자산	0	0	0	0	-30
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-5	-46	-17	-250
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	1	-1	-16	-10
재무활동 현금흐름	-35	-5	149	28	227
단기차입금	3	-19	147	30	11
사채 및 장기차입금	-30	24	15	19	241
자본	0	0	0	6	9
현금배당	-8	-10	-13	-16	-16
기타현금흐름	0	0	0	-10	-18
연결범위변동 등 기타	0	2	3	2	-4
현금의 증감	23	53	-36	17	78
기초 현금	15	38	91	54	71
기말 현금	38	91	54	71	150
NOPLAT	25	41	128	75	48
FCF	71	60	-208	19	-101

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	535	651	1,031	1,075	1,012
현금및현금성자산	38	91	54	71	150
매출채권 및 기타채권	78	144	396	382	250
재고자산	320	318	460	547	540
비유동자산	167	166	226	240	532
유형자산	79	82	136	139	383
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	7	5	7	40
자산총계	702	816	1,256	1,316	1,543
유동부채	152	215	521	547	553
매입채무 및 기타채무	58	140	284	265	247
단기차입금	85	66	213	243	254
유동성장기부채	0	0	0	28	44
비유동부채	16	43	62	42	268
장기차입금	0	24	39	30	205
부채총계	168	258	584	590	821
지배지분	534	558	673	715	704
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	387	387	387	389	389
이익잉여금	91	116	229	276	292
비지배지분	0	0	0	11	19
자본총계	534	558	673	726	723

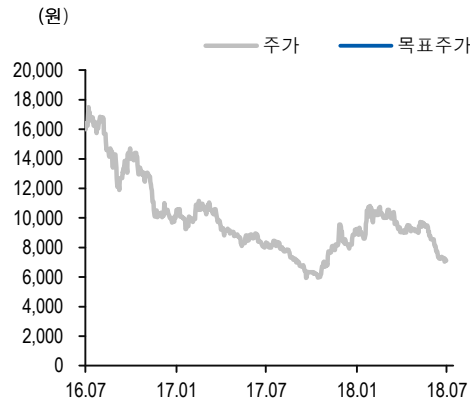
  

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
EPS	127	212	764	363	184
BPS	3,323	3,478	4,191	4,497	4,461
DPS	60	80	100	100	80
PER	23.9	17.0	21.6	45.5	46.4
PBR	0.9	1.0	3.9	3.7	1.9
EV/EBITDA	16.3	11.3	19.4	29.8	25.6
PSR	3.5	2.6	5.1	5.5	2.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 증가율 (% YoY)	-23.3	59.9	130.2	-7.1	6.5
영업이익 증가율 (% YoY)	46.6	67.5	195.4	-36.0	-33.9
지배순이익 증가율 (% YoY)	1.6	67.1	260.5	-52.5	-49.3
매출총이익률 (%)	54.8	45.1	41.0	37.0	33.4
영업이익률 (%)	20.5	21.5	27.6	19.0	11.8
지배순이익률 (%)	14.4	15.1	23.6	12.1	5.8
ROIC	5.2	8.7	14.7	8.3	4.6
ROA	3.1	4.4	10.3	4.7	2.0
ROE	4.1	6.6	21.0	8.9	4.4
부채비율 (%)	31.6	46.2	86.7	81.2	113.5
영업이익/이자비용 (배)	6.1	13.6	33.5	10.9	6.0

서울옥션 (063170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-09	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.