

2018년 11월 30일

키움증권 리서치센터 | 기업분석

성장기업분석팀 Analyst 김상표

02) 3787-5293, spkim@kiwoom.com

RA 박재일

02) 3787-4858, lon3728@kiwoom.com

BUY(Initiate)

서울옥션(063170)

파레토 법칙이 깨지고 있다

• 현재주가(11/29) 11,250원 • 목표주가 18,000원

서울옥션은 국내 미술품 경매 1위 기업으로
국내 미술품시장 점유율 50% 이상을 점유하고 있다.
미술품 시장은 상류층의 전유물에서 대중화가 되어가는 추세이며
구조적인 성장을 위해선 신규 수요 확대는 필수적이다.
이에 동사는 오프라인(홍콩 전시장 및 강남 신사옥 오픈)과
온라인(온라인 경매)을 통해 저변을 확대하고 있으며
올해부터 본격적인 성장 구간에 진입할 것으로 전망된다.



키움증권 

이 보고서는
「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」의
일환으로 작성된 보고서입니다.

서울옥션(063170)



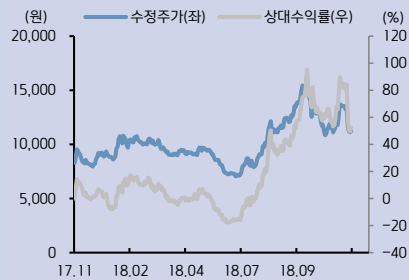
Stock Data

| | | | |
|----------------|----------|--------|-------|
| KOSDAQ (11/29) | 695.48pt | | |
| 시가총액 | 1,903억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 16,350원 | 7,050원 | |
| 최고/최저가대비 등락율 | -31.19% | 59.57% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 3.7% | -6.1% |
| | 6M | 20.3% | 50.5% |
| | 1Y | 35.7% | 52.5% |

Company Data

| | | |
|-------------|-----------|--------|
| 발행주식수(천주) | 16,918천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 430천주 | |
| 외국인 지분율 | 9.36% | |
| 배당수익률(18.E) | 0.90% | |
| BPS(18.E) | 4,812원 | |
| 주요 주주 | 이호재 | 13.57% |
| | 이정용 | 7.30% |
| | (주)서울옥션 | 6.72% |
| | 삼성액티브자산운용 | 5.18% |

Price Trend



Contents

| | |
|---------------------------------|-----------|
| Investment Summary | 3 |
| > 회복기를 넘어 새로운 활황기로 진입 | 3 |
| > 저변 확대에 따른 지속적인 실적 성장 전망 | 3 |
| > 본격적인 성장 구간 진입에 따른 주가 상승 여력 확보 | 3 |
| I. 미술 시장 동향 및 전망 | 4 |
| > 회복기를 넘어 새로운 활황기로 진입 | 4 |
| > 상류층의 전유물에서 대중화되어 가는 중 | 5 |
| II. 투자포인트 | 10 |
| > 저변 확대에 따른 지속적인 실적 성장 전망 | 10 |
| > 미술품 시장 호황에 따른 영업레버리지 확대 전망 | 14 |
| III. 실적 전망 및 Valuation | 16 |
| > 2018년부터 본격적인 실적 성장 구간 진입 | 16 |
| > Valuation | 16 |

Compliance Notice

- 당사는 11월 29일 현재 '서울옥션(063170)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료는 11월 30일 당사 홈페이지(www.kiwoom.com)에 공표된 자료입니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

Investment Summary

>>> 회복기를 넘어 새로운 활황기로 진입

글로벌 미술품 경매 시장은 2017년을 기점으로 회복세를 보이며 전년 대비 +20% 성장한 149억 달러를 기록하였다. 회복세를 넘어 미술품 시장의 호황이 지속되고 있는 상황이며 이에 작가 개인 최고가 경신과 낙찰 총액 및 낙찰률은 증가하고 있는 추세이다. 대표적으로 2017년 11월 레오나르도 다 빈치 '살바토르 문디'가 4억 5천만 달러에 낙찰되며 미술품 경매 최고가를 경신하였으며 2018년 5월 록펠러 컬렉션 또한 8.4억달러에 낙찰되며 단일 컬렉션 최대 규모를 기록하였다. 국내 경매 시장 또한 국내 시장 시장점유율 1,2위인 서울옥션과 케이옥션의 상반기 낙찰총액을 고려했을 때 2015년 활황기 정점을 뛰어넘는 시장 규모인 약 2,250억(+19.0 YoY) 수준을 기록할 것으로 전망된다. 동사도 2018년 5월 김환기의 빨간색 점화 '3-II=72 #220'이 85억원, 10월 루이브 부르주아의 '과란티나아'가 95억원에 낙찰되며 국내 미술품 경매 역사상 사상 최고가를 경신 행진을 보여주었다.

>>> 저변 확대에 따른 지속적인 실적 성장 전망

미술품은 전통적으로 상류층의 전유물로 인식되어왔으나 1) 중·저가 미술품 판매 위주의 온라인 경매 시장 성장, 2) 과거 화랑 위주에서 다양한 유통 경로 활성화에 따른 수요층 확대, 3) 중·저가 미술품 작품 수 증가에 따른 미술품 관심도 증가 등에 따라 대중화 되어가는 추세에 있다. 특히 중·저가 판매 비중이 높은 온라인 경매 시장 성장세를 고려했을 때 향후 대중화 속도는 가속화 될 것으로 전망된다.

동사도 1) 홍콩 상설 전시장 'SA+' 및 강남 신사옥 오픈, 2) 온라인 경매 카테고리 확장, 3) 프린터베이커리 매장 수 확대 등 온·오프라인에서의 저변 확대를 통해 신규 수요층을 유입시키고 있다. 저변 확대에 따른 신규 수요 확산으로 향후 지속적인 실적 성장세가 전망된다.

>>> 본격적인 성장 구간 진입에 따른 주가 상승 여력 확보

동사는 2018년 매출액 714.1억원(+31.8% YoY), 영업이익 129.5억원(+103% YoY)으로 2015년 수준의 호실적을 기록할 것으로 전망된다. 국내 단색화 열풍으로 인해 역대 최대 실적을 기록하였던 2015년과 달리 올해 주목해야 할 부분은 1) 글로벌 미술품 시장 호황, 2) 홍콩 및 국내를 기반으로 한 저변 확대 본격화로 인해 본격적인 성장 구간에 진입하였다고 판단된다. 또한 올해부터 경매 규모가 2015년 규모를 뛰어넘을 것으로 예상됨에 따라 PER 24배의 가치를 평가 받던 수준의 수익성 회복 및 향후 지속적인 실적 성장세를 고려했을 때 주가 상승 여력은 충분하다고 판단된다.

I. 미술 시장 성장세 가속화 전망

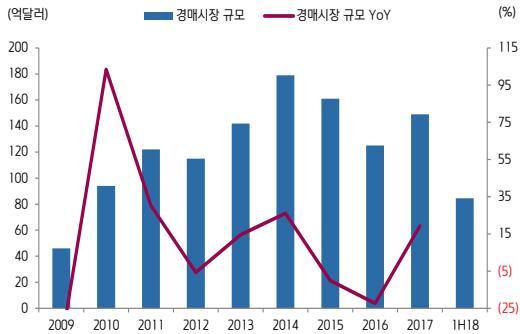
>>> 회복기를 넘어 새로운 활황기로 진입

활황기 정점을 뛰어넘는 시장 규모 전망

2008년에 시작된 미국 발 금융위기 여파로 인한 경기 침체에 미술품 수요는 위축됐으며, 이에 글로벌 미술품 경매 시장은 2008년 83억달러(-9.7% YoY), 2009년 46억달러(-44.6% YoY)로 급감하였다. 경기 침체가 장기화됨에 따라 금융자산을 대체할 안전자산 중 하나로 유명 작가들의 미술품이 부각되면서 2010년 93억달러(+102.2% YoY)를 기록하며 변곡점을 찍었다. 또한 2010년부터 글로벌 M/S 10% 미만이었던 중국 시장이 1) 정부의 문화산업 육성 정책과 1만개의 미술관 건립 계획, 2) 상류층의 미술품 수요 증가 등에 힘입어 2010년부터 베이징·상하이·홍콩을 중심으로 급성장하면서 2014년까지 글로벌 미술품 시장 성장을 견인하였다. 2015년 글로벌 시장 성장을 주도한 중국 시장이 하락세를 보이기 시작하였다. 이는 급성장세를 보이던 중국 시장에 대한 거품론이 부각됨에 따른 출품작 감소 및 유찰율 증가, 2) 시진핑 정부의 반부패 정책에 따른 수요 위축, 3) 중국 부유층들의 중국 고미술 및 근대미술품에 대한 피로감 등에 기인하였다. 옆친데 덮친격으로 브렉시트에 따른 경기 침체 우려에 2016년까지 글로벌 시장 미술품 수요는 대체적으로 위축되는 모습을 보였지만 2017년부터 경기가 살아나면서 미술품 시장 또한 회복세를 보이기 시작하였다. 이러한 회복세는 2018년에도 이어지고 있으며 올해 3Q까지 누적 경매 현황을 고려해 봤을 때 2014년 활황기 정점을 뛰어넘는 시장 규모를 기록할 것으로 전망된다.

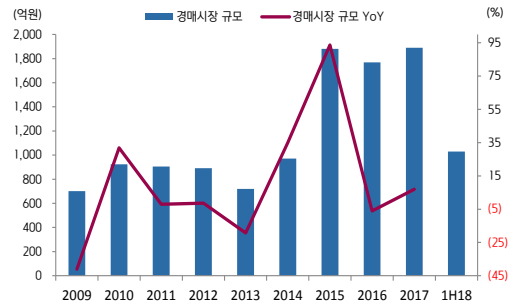
국내 시장의 경우도 2008년 금융위기 여파로 미술품 시장이 침체기로 진입하였다. 2010년부터 글로벌 시장이 회복세를 보인 반면 국내 시장은 6,000만원 이상의 미술품 거래 차익에 대한 양도세 시행 이슈 및 대기업 비자금 연루 등 악재로 2013년까지 침체기가 지속됐다. 기나긴 침체기는 단색화 열풍을 시작으로 변곡점을 찍었다. 국내 시장은 글로벌 컬렉터들 사이에서 소외된 시장이었으며 큰 성장세를 보이지 못하였다. 그러나 2012년 국립현대미술관에서 열린 ‘한국의 단색화’ 전시(전기 단색화 17명, 후기 단색화 14명)를 계기로 국내외에서 한국 단색화에 대한 관심을 보이기 시작하였다. 국내 갤러리들은 영문도록 발간 및 해외 아트페어에 참여해 글로벌 시장에 단색화를 홍보했으며 그 결과 정상화, 박서보, 윤형근, 하종현을 중심으로 국내 단색화 열풍이 일어났다. 단색화 열풍으로 국내 미술품 경매 시장은 2014년 971억원(+34.9% YoY), 2015년 1,881억원(+93.7% YoY)으로 급성장을 보였으며 글로벌 시장에 한국 미술을 알리는 시발점이 되었다. 성장세는 2016년 정치적 이슈(탄핵) 및 천경자의 ‘미인도’ 위작 논란에 따른 미술품 수요 위축으로 주춤하였으며 이러한 이슈들이 해결됨에 따라 2017년부터 다시 회복세를 보이기 시작하였다. 올해 국내 시장 시장점유율 1, 2위인 서울옥션과 케이옥션의 상반기 낙찰총액을 고려했을 때 국내 미술 시장 또한 2015년 활황기 정점을 뛰어넘는 시장 규모인 약 2,250억(+19.0 YoY) 수준을 기록할 것으로 전망된다. 또한 그동안 사드보복 조치로 인해 막혔던 중국 내에서 한국 작품 전시회가 11월 8일 상하이 파워룸미술관 ‘한국의 추상미술: 김환기와 단색화 전’을 시작으로 재개됨에 따라 한국 작품을 중국에 본격적으로 소개할 활로가 열렸다. 이에 중국 내에서의 한국 작품에 대한 재평가도 기대해볼 수 있는 상황이다.

글로벌 미술품 경매 시장 규모 추이



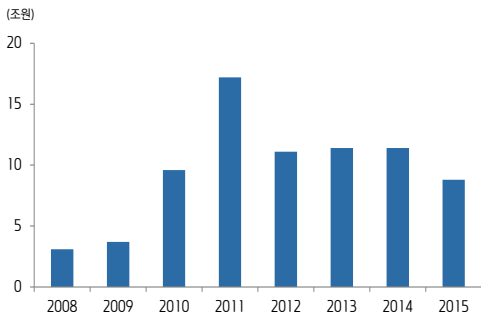
자료: Artprice, 키움증권 리서치

국내 미술품 경매 시장 규모 추이



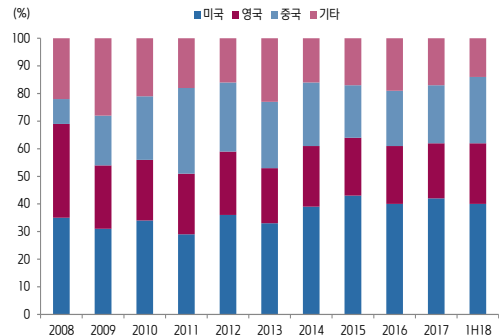
자료: 미술시장연구소, 키움증권 리서치

중국 미술품 경매시장 판매액 추이



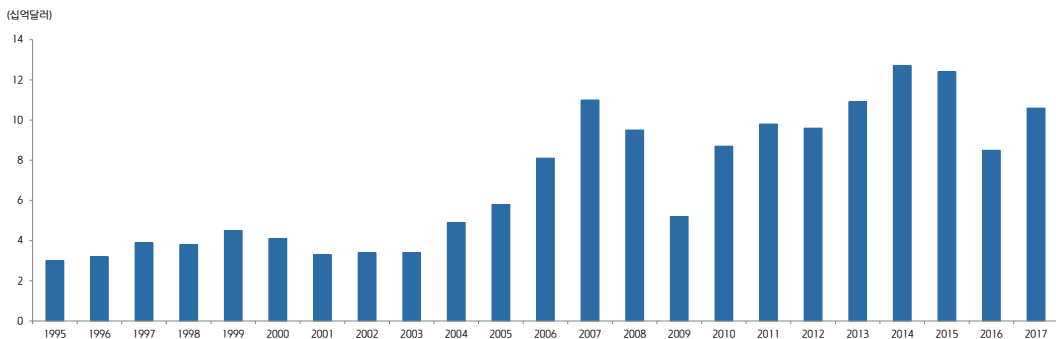
자료: Art Economics, 키움증권 리서치

글로벌 미술 시장 점유율 추이



자료: Artbase1, 키움증권 리서치

글로벌 경매사 크리스티 & 소더비 경매 규모 추이



자료: Sotheby's, 키움증권 리서치

>>> 상류층의 전유물에서 대중화(大衆化) 되어가는 중

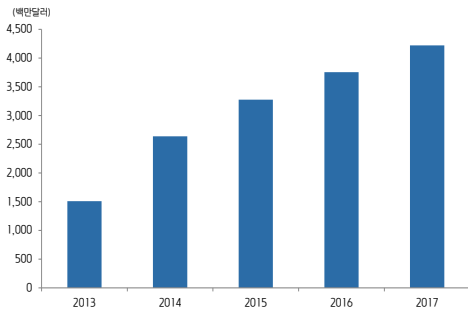
미술품은 전통적으로 상류층의 전유물로 인식되어왔으나 1) 중·저가 미술품 판매 위주의 온라인 경매 시장 성장, 2) 과거 화랑 위주에서 다양한 유통 경로 활성화에 따른 수요층 확대, 3) 중·저가 미술품 작품 수 증가에 따른 미술품 관심도 증가 등에 따라 대중화 되어가는 추세에 있다. 특히 중·저가 판매 비중이 높은 온라인 경매 시장 성장세를 고려했을 때 향후 대중화 속도는 가속화될 것으로 전망된다.

온라인 경매 시장의 가파른 성장세

글로벌 미술품 경매업체인 크리스티(Christie's)와 소더비는(Sotheby's)는 전통적으로 상류층을 대상으로 수백억에서 수천억짜리 고가 미술품 경매 위주로만 사업을 진행해왔다. 오프라인 미술품 경매 시장 경쟁 심화로 인한 돌파구로 2014년부터 글로벌 미술품 경매사인 소더비와 크리스티가 온라인 미술품 경매 비즈니스 강화 전략을 발표하며 본격적으로 온라인 미술품 경매 시장에 뛰어 들었다. 이뿐만 아니라 소더비의 경우 미국 온라인 경매 사이트인 이베이와 제휴를 통해 판매 경로 및 신규 고객을 확장시켰다. 아마존 또한 '파인 아트 앤 아마존'이라는 표어를 달고 온라인 미술품 판매 시장에 진출하였다. 글로벌 경매사의 본격적인 시장 진출을 시작으로 글로벌 온라인 미술품 판매 규모는 2014년 2,6억달러(+74.9% YoY), 2015년 3.3억달러(+24.2% YoY), 2016년 3.8억달러(+14.6% YoY)으로 매년 가파른 성장세를 이어나가고 있고 소더비 전체 작품 판매 수 기준 온라인 판매 비중은 2016년 19%, 2017년 23%, 1H18 25%로 증가세를 보이고 있다. 아직 까지 온라인 미술품 경매 시장 비중은 전체 시장 대비 10% 내외로 미미한 수준이지만 저변 확대에 따른 신규 고객 유입으로 인한 과거 3년 성장세를 고려했을 때 비중은 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

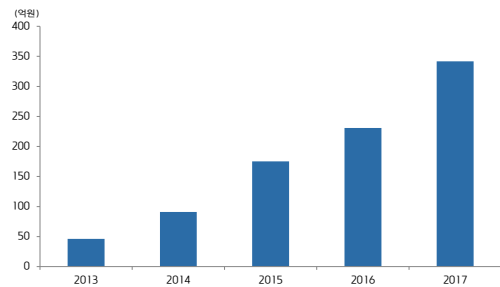
온라인 미술품 경매 시장의 주된 성장 배경은 접근성이다. 온라인 특성상 오프라인 대비 시간과 비용을 절약할 수 있으며 접근성이 좋아 신규 고객층 유입이 가속화 되었다. 또한 오프라인 대비 중·저가 작품의 비중이 높으며 다양한 장르의 작품이 출점됨에 따라 대중들의 미술품에 대한 관심이 증가하고 있는 상황이다.

글로벌 온라인 미술품 판매 규모 추이



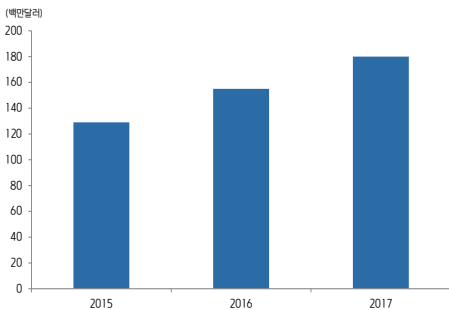
자료: 한국미술사가감정협회, 키움증권 리서치

국내 미술품 온라인 경매 판매 규모 추이



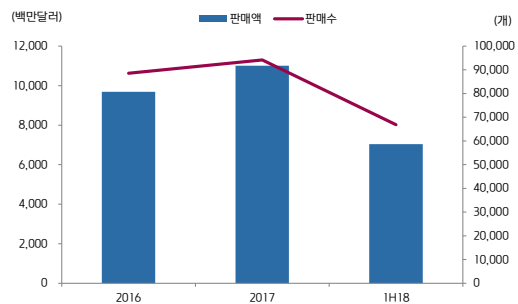
자료: 한국미술사가감정협회, 키움증권 리서치

소더비 온라인 경매 판매 금액 추이



자료: Sotheby's, 키움증권 리서치

상위 20개 업체 작품 판매액 및 판매 개수



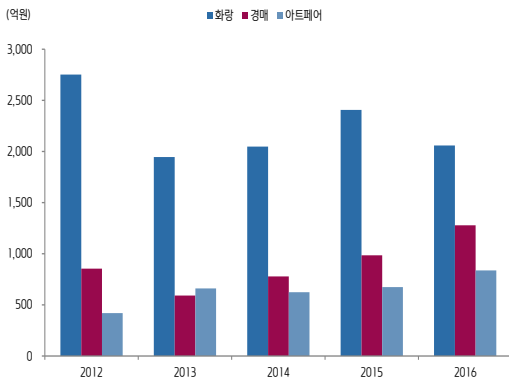
자료: Artprice, 키움증권 리서치

다양한 유통경로 활성화에 따른 저변 확대

미술품 시장은 크게 작가의 작품이 가장 먼저 판매되는 1차 시장인 화랑과 아트페어, 2차 시장인 경매사로 나눌 수 있다. 과거 화랑 중심으로 유통됐던 미술품 시장이 온라인 경매, 아트페어, 비엔날레 등 다양한 유통경로가 활성화되면서 대중들의 접근성이 높아지고 있는 상황이다. 화랑을 제외하고 1990년대까지 비엔날레가 주를 이뤘다면 2000년대 들어서 아트페어는 단순히 화랑의 작품 판매 채널에 그치는게 아니라 미술시장 트렌드를 알려주는 바로미터 및 신규 작가와 작품을 알리는데 중요한 역할을 하였다. 이를 바탕으로 아트페어를 통해 유입되는 신규 고객 수도 꾸준히 증가하고 있는 추세이다.

특히 올해 3월에 개최한 아시아 미술품에 대한 관심의 바로미터인 홍콩 아트바젤은 총 32개국 247개 갤러리가 참여하였다. 또한 미술품 판매액이 1조원 이상을 기록하며 매년 성장세를 보이고 있으며 이는 아시아 시장에 대한 관심도 증가를 방증한다. 2017년 한 해 국내에서 개최한 아트페어에서도 100만명에 가까운 관람객들이 다녀갔으며 미술품 판매액은 800억원 수준을 기록하였으며 대중들의 관심도가 증가하고 있다는 것을 보여주었다.

국내 미술품 유통 영역 규모 추이



자료: 한국미술사가감정협회, 키움증권 리서치

국내 최대 아트페어 'KIAF'



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

글로벌 주요 아트페어

| 아트페어 명 | 개최기간 | 비고 |
|-----------------|------|--|
| FOG디자인아트페어 | 1월 | 디자인과 비주얼 아트에 있어서 가장 중요한 작가와 기부자를 초청하는 행사로 45개 주요 국제 갤러리 및 디자인 딜러가 참여 |
| LA Art Show | 1월 | 미국에서 가장 큰 규모의 아트페어 중 하나로 7만여명 이상의 참가자와 100개 이상의 갤러리가 참여 |
| The Armory Show | 3월 | 뉴욕 최고의 아트페어로 매년 6.5만명 이상의 관람객이 방문 |
| Art Fair Tokyo | 3월 | 일본에서 가장 큰 아트페어로 현대 및 동시대 미술과 일본화, 고미술 등 비롯한 넓은 범위의 미술품을 전시 |
| Art Basel(홍콩) | 3월 | 세계 3대 아트페어 중 하나로 전 세계 각지의 갤러리들이 참여하는 아시아의 대표적인 아트페어이며 넓은 범위의 미술품을 전시 |
| Art Brussels | 4월 | 유럽의 가장 오래되고 인정받는 아트페어로 세계 각국의 유명 컬렉터들이 참석함 |
| FIAC | 10월 | 세계 3대 아트페어 중 하나로 매년 7.5만명 이상의 관람객과 약 200여개 주요 갤러리가 참여 |
| Frieze Art Fair | 10월 | |

자료: 월간미술, 키움증권 리서치

국내 주요 아트페어

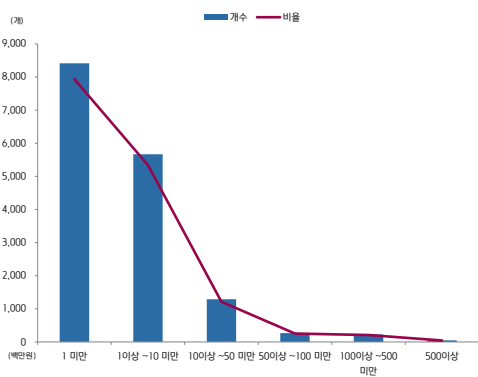
| 아트페어 명 | 개최기간 | 아트페어 명 | 개최기간 |
|-------------|--------|---------------|------|
| 대한민국미술제 | 5월 | 아시아호텔아트페어 | 8월 |
| 디자인아트페어 | 4월 | 아트서울 | 10월 |
| 마니프서울국제아트페어 | 10월 | 아트에디션 | 12월 |
| 목우국제구상미술제 | 6월 | 위드아트페어 | 8월 |
| 브리즈아트페어 | 9월 | 장애인창작아트페어 | 6월 |
| 블랑블루호텔아트페어 | 12월 예정 | 아트 부산 | 5월 |
| 서울국제조각페스타 | 6월 | 한국구상대제전 | 10월 |
| 서울모던아트쇼 | 4월 | 한국국제아트페어 | 10월 |
| 서울아트쇼 | 12월 예정 | 화랑미술제 | 3월 |
| 아시아프 | 8월 | G-SEOUL국제아트페어 | 4월 |

자료: 예술경영지원센터, 키움증권 리서치

1,000만원 미만 88.5%, \$5,000미만 78.4%

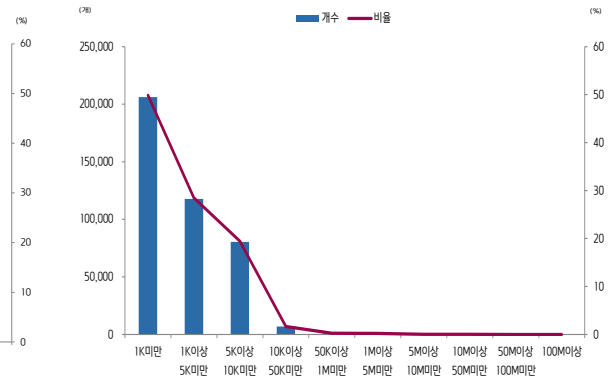
2017년 기준 국내 금액대별 낙찰 작품 개수 및 비중을 보면 1,000만원 미만 작품이 14,083개 낙찰되며 전체 비중의 88.5%를 차지하고 있다. 주요 글로벌 미술품 시장인 유럽/미국의 경우에도 \$5,000미만 작품이 324,014개 낙찰되며 전체 비중의 78.4%를 차지하고 있다. 또한 최근 추세를 살펴보면 작품 평균 판매 금액은 감소세를 보이는 반면 판매 작품 수는 급격히 증가하고 있는 추세이다. 이는 상류층 중심의 고액 작품 거래가 중심이 되었던 과거와 달리 중·저가 미술품 거래가 활성화되고 있는 추세이며 미술품 소비층이 대중적으로 확산되고 있다는 것을 방증한다. 미술품에 대한 대중들의 관심도가 증가하고 있음에 따라 미술품 시장은 중·저가 미술품을 중심으로 지속적인 성장세를 보일 것으로 전망된다.

2017년 국내 미술품 금액대별 낙찰개수 및 비중



자료: 한국미술시가감정협회, 키움증권 리서치

2017년 유럽/미국 미술품 금액대별 낙찰개수 및 비중



자료: Artprice, 키움증권 리서치

중·장기 정책의 방향성은 미술 시장의 대중화

올해 4월 문화체육관광부는 미술진흥 중장기 계획(2018~2022년)을 발표했다. 문체부는 국민 누구나 '미술로 행복한 삶'을 미술 진흥 정책의 비전으로 정하고 창작-향유-유통이 선순환하는 미술 생태계를 조성하는 것을 목표로 제시했다. 정책 내용 중 주목해야 될 부분은 중저가 미술품 소비 및 대여 확대에 관한 정책이다. 현재 국내 미술작가 4만명이 연 1백만점을 창작하는 것으로 추정되나 연 거래량은 전체의 3.9%인 3.9만점에 불과하다. 중저가 미술품 위주의 소비층 확대를 위해 1) 5백만원 이하 중저가 미술품 구매 시 카드 무이자 할부(최대 10개월) 지원, 2) 아트페어 평가 체계를 통한 아트페어 거래작품 공개 유도 및 미술가격지수 개발, 가격정보 제공범위 확대, 3) 작가와 화랑·대여업체·미술관을 연결하는 B2B 지원 플랫폼을 통한 미술품 대여 시장 활성화 등을 추진 중이거나 추진할 계획에 있다.

추진 전략 및 핵심 과제

| 전략1. 자생력을 높이는 창작 환경 | 전략2. 일상에서 누리는 미술 문화 | 전략3. 지속가능한 미술시장 | 전략4. 미래를 위한 미술 기반 |
|------------------------------|-----------------------|---------------------------|------------------------------|
| -미술 창작에 관한 정당한 대가 체계 형성 | -전시콘텐츠의 공유와 지역 확산 | -미술 은행 기능 확대를 통한 시장 기반 구축 | -미술 관련 법령 제정(미술진흥법, 미술품 유통법) |
| -미술계 일자리 창출 | -중저가 미술품 소비 및 대여 확산 | -미술품 기반 금융제도 활성화 | -미술 소비 활성화를 위한 세제 개선 |
| -창작 단계별 체계적 지원 강화 | -일상 공간을 아름답게 하는 공공 미술 | -투명하고 공정한 미술품 시장 육성 | -창작, 전시를 위한 공간 확대 및 운영 전문화 |
| -미술 기초 역량 강화를 위한 출판, 연구개발 지원 | -생활 미술 교육 확대와 인식 개선 | -한국 미술 교류 활성화 | -공모사업 지원방식 개선 |

자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치

II. 투자포인트

>>> 저변 확대에 따른 지속적인 실적 성장 전망

1) 홍콩 상설 전시장 'SA+' 및 강남 신사옥 오픈, 2) 온라인 경매 카테고리 확장, 3) 프린터베이커리 매장 수 확대 등 온·오프라인에서의 저변 확대를 통해 신규 수요층을 유입시키고 있다. 저변 확대에 따른 신규 수요 확산으로 향후 지속적인 실적 성장세가 전망된다.

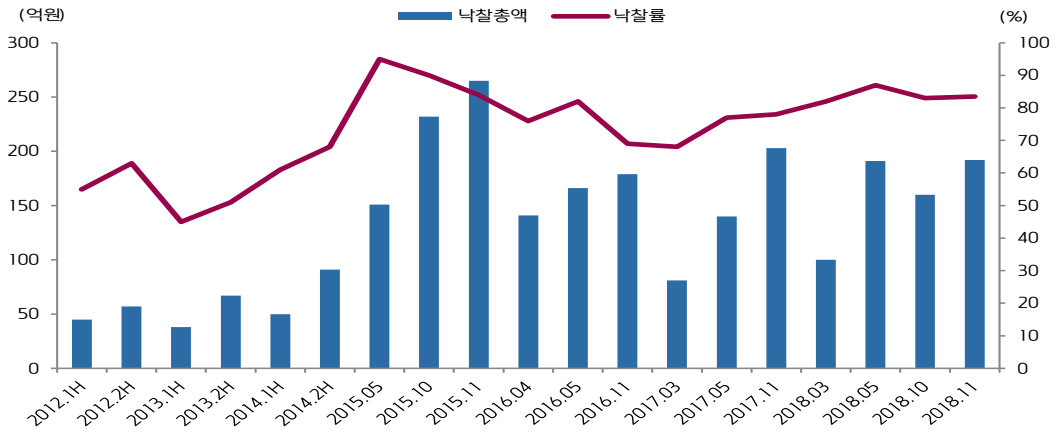
홍콩 경매 가파른 낙찰 총액 상승 전망

2010년 이후 글로벌 경매업체인 소더비와 크리스티가 미술품 거래에 붙는 세금이 거의 없는 홍콩 시장을 아시아 시장 진출 교두보로 삼으면서 홍콩 경매 시장은 가파르게 성장세를 이어왔으며 현재 아시아 미술품 경매 시장의 허브로 자리매김하였다. 아시아 작가 작품의 재평가 및 아시아 컬렉터들의 구매력 증가 등에 따라 매년 홍콩 경매 규모는 증가하고 있으며 올해 3대 경매사 중 하나인 필립스는 올해 5월 홍콩 '20세기 및 동시대 미술&디자인' 경매에서 매출액 약 635억원(+41% YoY)을 기록하며 아시아에서 경매 시작한 이래 사상 최대 매출을 달성하였다. 소더비 또한 중국계 프랑스 작가 자오우키의 작품이 약 733억원에 팔리는 등 올해 가을 홍콩 옥션 시리즈(10월)에서 약 5,237억원(+15% YoY)의 최고 매출을 올렸다.

동사는 2008년 글로벌 3대 미술품 경매 시장인 홍콩에 진출하였으며 2014년까지 연 2회, 2015~2017년 연 3회 메인 경매를 진행해왔다. 본격적인 글로벌 시장 진출 및 해외 고객 기반 확대를 위해 올해부터 연간 경매횟수를 4회로 늘리고 홍콩 센트럴에 프라이빗 세일 상설 전시장 'SA+'를 오픈하였다. 향후에도 계속해서 연간 4회 경매(5월, 11월 메인 2회 / 3월, 10월 기획 2회)를 진행할 예정이며 점차 경매 규모도 늘려나갈 계획에 있다.

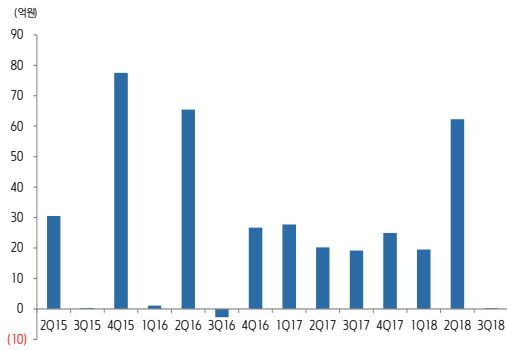
홍콩 낙찰 총액은 2015년 국내 작가 단색화 열풍에 648억원으로 정점을 찍고 주춤거리는 모습을 보였으나 1) 고가 위주 국내외 유명 작가 작품 소싱에 따른 경매 규모 증가, 2) 저평가된 한국 작품에 대한 재평가 등에 따라 올해 643억원(11월 25일 메인경매 낙찰총액 192억원, 낙찰률 83.5% 기록)으로 홍콩 경매 사상 최대 낙찰 총액을 기록하며 상승세의 신호탄이 될 것으로 전망한다. 그동안 낙찰가액 상위 작품은 대부분 국내 단색화 작가 작품이었던 것에 반해 'SA+' 전시장 오픈 이후 해외 작가 작품 비중이 늘어나고 있다. 지난 10월 경매에서도 루이브 부르주아의 <과란티나>가 95억원에 낙찰되며 국내 미술품 경매 역사상 사상 최고가를 기록하였다. 11월말 홍콩 경매에서도 아요이쿠사마, 루이스 부르주아 조각 작품 2점(추정가 40억)이 취소되긴 했지만 세실리 브라운의 대표작인 <피자마 게임>이 56.4억원, 로이 리히텐슈타인 <Still Life with Attache Case>가 50.6억원에 낙찰되며 낙찰가액 상위 2위에 랭크되었다. 이처럼 자체 전시장 보유에 따른 원활한 해외 유명 작가 작품 소싱 능력을 보여주며 그동안의 해외 작품 소싱에 대한 의구심을 해소하였고 향후 홍콩 경매 낙찰 총액 상승을 견인할 것으로 전망된다.

홍콩 경매 회차별 낙찰 총액 및 낙찰률 추이



자료: 서울옥션, 키움증권 리서치 추정

서울옥션홍콩 매출액 추이



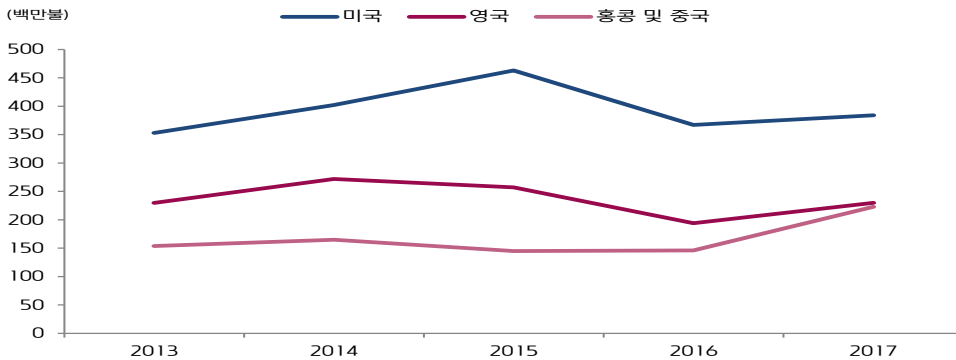
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치 추정

홍콩 경매 전시장 'SA+' 조감도



자료: 언론자료, 키움증권 리서치

소더비 주요 지역별 이익 추이



자료: Sotheby's, 키움증권 리서치

강남 신사옥 이전에 따른 신규 수요 유입 전망

미술품 국내 수요 저변 확대를 위해 올해 10월 서울 강남구 신사동에 지하 5층 ~ 지상 8층 규모의 신사옥이 준공될 예정이다(투자비 약 350억원). 완공 시 주요 메이저 및 기획 경매와 다양한 기획 전시를 강남 신사옥에서 개최하고 기존 평창동 사옥은 상설 전시 공간 및 작품 보관고로 활용할 계획에 있다. 신사옥을 통한 청담동·신사동 인근 갤러리와 시너지 효과 및 접근성 확대를 통한 강남 신흥 부자들의 신규 수요 유입이 기대되는 상황이다.

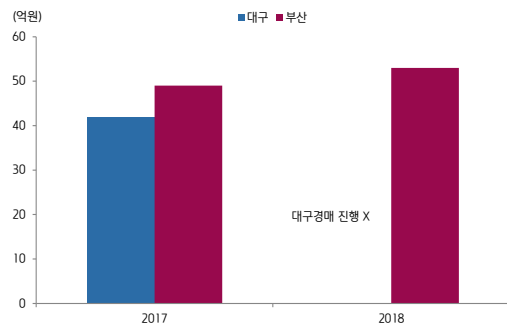
이외에도 지방 대도시를 중심으로 미술품 수요가 증가 추세를 보이고 있어 부산, 대구에서 연 1회 기획 경매를 진행하고 있다. 올해 5월 부산 경매에서 <청자상감매죽포도문표형병>이 최고 낙찰가인 16.5억원에 낙찰되었고 낙찰총액 53억원, 낙찰율 86%를 기록하며 전년(낙찰총액 49억원, 낙찰율 93%) 대비 소폭 성장한 모습을 보였다.

강남 신사옥 조감도



자료: 언론자료, 키움증권 리서치

부산&대구 경매 낙찰총액 추이



자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

온라인 경매와 프린트베이커리를 통한 중·저가 미술품 수요 확대 전망

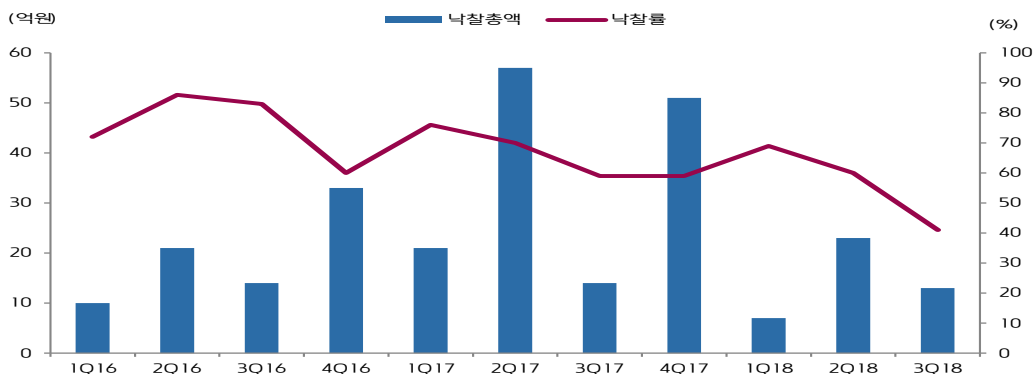
동사는 자회사인 온라인 경매 사업을 영위하는 서울옥션블루(전환상환우선주 발행으로 지분율 50%→36.8%), 유명 작가 작품을 Limited Edition으로 제작해 오프라인 매장에서 판매 사업을 영위하는 프린트베이커리(지분율 38.5%)를 중심으로 중·저가 미술품 수요 저변을 확대하고 있다.

온라인 경매는 모든 카테고리(미술품, 명품, 주얼리, 피규어, 디자인가구 등)를 자회사인 서울옥션블루가 진행해왔으나 사업 개편으로 올해 5월부터 미술품 부분 온라인 경매는 동사가 진행 중이다. 온라인 미술품 경매는 월 2회 진행 중이며 2016년 77억원, 2017년 143억원으로 매년 가파른 성장세를 보이고 있다. 반면 미술품 경매 부분 제외 및 사업 개편에 따른 경매 회차, 규모 축소로 인해 올해 서울옥션블루 낙찰총액과 낙찰율은 저조한 모습을 보이고 있으나 상품 매출 부분에서 큰 성장세를 보이며 전체적인 실적 상승을 견인하고 있다. 내년 1분기부터 정상화됨에 따라 경매 실적은 다시 상승세를 보일 것으로 전망되며 경매 실적 상승 배경은 경매 카테고리 다각화 및 물품 증가에 따른 신규 수요 유입에 기인할 것으로 보인다.

추가적으로 해외 미술품 직구에 대한 수요가 증가함에 따라 최근 글로벌 미술품 경매대행 서비스인 '월드와이드옥션'을 통해 직구 시장에 진출하였다. 국내 미술품 경매 업체 중 유일하게 해외 경매 실시간 정보, 응찰, 작품운송 등 원스톱으로 서비스를 제공하기 때문에 월드와이드옥션을 통한 해외 작품 컬렉터들의 미술품 구매는 점차 증가할 것으로 전망한다.

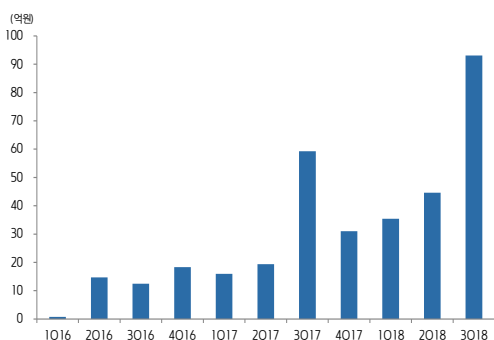
온라인 이외에도 오프라인 고객 유치 및 미술 저변 확대를 위해 2012년 미술 대중화 브랜드인 프린트베이커리를 런칭하였다. 오프라인 매장 확대에 따른 초기 고정비 증가로 작년까지 적자를 기록하였으나 올해 1분기 턴어라운드 성공하였다. 소속 작가 및 유명 작가 작품 판매 이외에도 신규 수요 유입을 위해 아트슈퍼마켓(국내외 약 100여명의 작가와 50여개 아트업체가 가구, 조명, 식기, 식물에 이르기까지 다양한 아트 상품들을 한자리에 모은 아트 라이프 스타일 쇼핑몰) 및 기획 전시회 등을 활발하게 진행 중이다. 또한 오프라인 매장 수도 올해 7개까지 확대하였으며 내년에도 추가 오픈 할 가능성이 높을 것으로 판단된다.

서울옥션블루 온라인 경매 분기별 낙찰 총액 및 낙찰률 추이



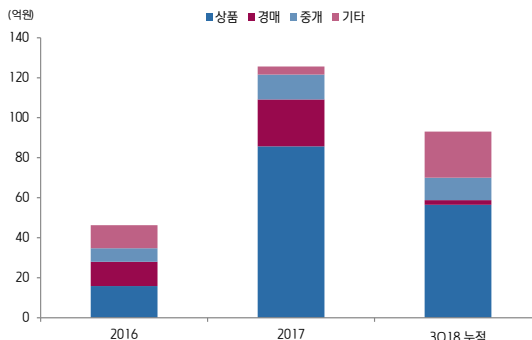
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션블루 매출액 추이



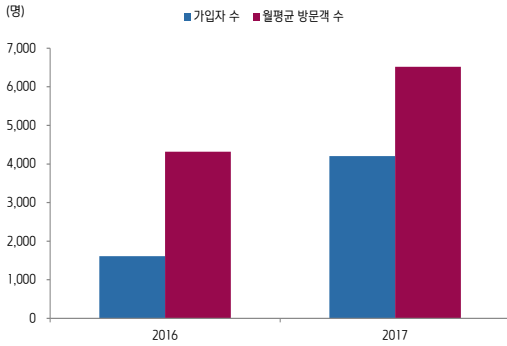
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션블루 카테고리별 매출 비중



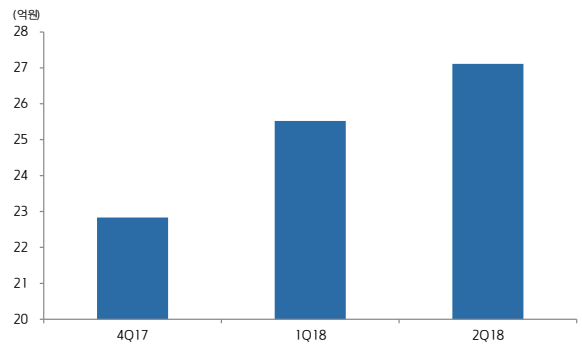
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션블루 가입자 수 및 월평균 방문객 수



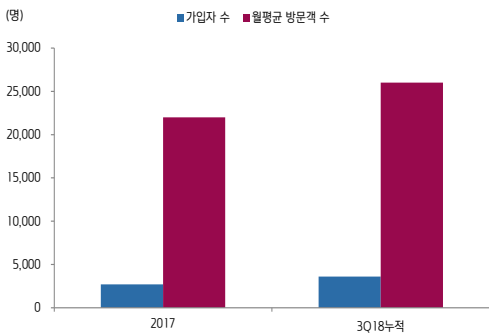
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

프린트베이커리 매출액 추이



자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

프린트베이커리 가입자 수 및 월평균 방문객 수



자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

프린트베이커리 매장 현황

| | |
|----|--------------|
| 서울 | 삼청 플래그십스토어 |
| | 한남 플래그십스토어 |
| 경기 | 고양 스타필드 스토어 |
| | 하남 스타필드 스토어 |
| | 경기 신세계 스토어 |
| 기타 | 부산 센텀시티를 스토어 |
| | 부산 서면 스토어 |

자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

>>> 미술품 시장 호황에 따른 영업레버리지 확대 전망

상품 매출의 경우 판매액과 구매액의 차익에서 부대비용을 제외한 금액이 이익으로 인식되며(평균 GP마진 15~20%), 경매 매출의 경우 낙찰가액에 대한 일정 수수료율(평균 유효수수료율 12~13%)에서 부대비용을 제외한 금액이 이익으로 인식된다. 보유한 작품 가격 및 경매 낙찰 가액이 상승할수록 시세차익이 발생하는 상품 매출과 일정 수수료율을 받는 경매 매출의 영업레버리지 효과는 확대된다.

미술품 시장이 회복기를 넘어 호황기에 진입함에 따른 미술품 가격 상승으로 인해 경매기록순위 50명의 작가를 중심으로 산출한 KAPIX(한국미술가격지수)도 2015년을 기점으로 상승세가 지속되고 있다. 당사는 전체 매출 중 상품 매출 비중이 2015년 57.5%, 2016년 56.7%, 2017년 62.6%로 타 경매업체(소더비 18%, 7.8%, 11.3%, K옥션 32.4%, 18.0%, 16.3% 수준) 대비 높은 비중을 차지하고 있다. 매년 500~600억원 이상의 미술품을 재고로 가지고 있기 때문에 보유 미술품 가격 상승에 따른 영업레버리지 효과는 확대될 것으로 전망한다.

상품 매출 구조



소장자로부터 위탁 받은 미술품을 경매를 통해 구매자에게 판매
수수료만 매출로 인식

자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

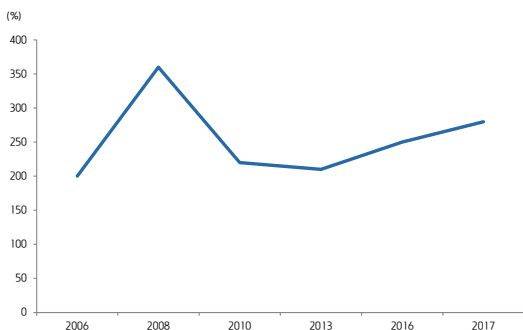
경매 매출 구조



소장자로부터 위탁 받은 미술품을 경매를 통해 구매자에게 판매
수수료만 매출로 인식

자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

KAPIX(한국미술가격지수) 추이



자료: 한국아트밸류연구소, 키움증권 리서치

III. 실적 전망 및 Valuation

>>> 2018년부터 본격적인 실적 성장 구간 진입

4Q Preview: 매출액 257억원(+49.7% YoY), 영업이익 57억원(+79.3% YoY) 전망

서울옥션 4분기 매출액은 전년대비 49.7% 증가한 257억원, 영업이익은 전년대비 79.3% 증가한 57억원 기록할 것으로 전망한다. 큰 폭의 실적 성장세는 10월 낙찰총액 160억원, 낙찰률 83%, 11월 낙찰총액 190억원, 낙찰률 83.5%로 호실적을 기록한 홍콩 경매가 견인할 것으로 보여진다. 12월 열리는 국내 정기 경매 규모도 신사옥 설립 및 동사 창립 20주년을 맞아 역대 최대 규모 수준(200 ~ 250억원 수준)의 경매가 진행될 것으로 전망된다.

서울옥션 실적 추이 및 전망 (연결기준)

| (억원 %) | 2018E | | | | 2019E | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4QE | 1QE | 2QE | 3QE | 4QE | | | | | |
| 매출액 | 상품 | 74.2 | 136.0 | 59.7 | 134.2 | 133.5 | 156.9 | 92.5 | 149.8 | 339.3 | 404.0 | 532.7 | 592.5 |
| | 경매 | 32.8 | 51.7 | 17.8 | 98.5 | 38.5 | 51.7 | 30.2 | 114.5 | 127.9 | 200.8 | 234.9 | 277.3 |
| | 중계 | 7.6 | 14.7 | 13.1 | 13.1 | 11.8 | 17.5 | 12.1 | 11.5 | 36.1 | 48.5 | 52.9 | 61.8 |
| | 기타 | 7.9 | 32.3 | 9.0 | 11.6 | 10.3 | 8.2 | 10.4 | 12.8 | 38.4 | 60.9 | 41.7 | 50.5 |
| | 합계 | 122.5 | 234.7 | 99.6 | 257.4 | 194.1 | 234.3 | 145.2 | 288.6 | 541.7 | 714.1 | 862.2 | 982.1 |
| 매출액 YoY | 상품 | 13.5 | 146.4 | -47.1 | 26.8 | 80.0 | 15.4 | 54.9 | 11.6 | 17.7 | 19.1 | 31.8 | 11.2 |
| | 경매 | 29.5 | 14.9 | 24.9 | 127.5 | 17.5 | 0.0 | 69.7 | 16.2 | -3.0 | 57.0 | 17.0 | 18.1 |
| | 중계 | 59.1 | -0.6 | 169.5 | 11.5 | 55.5 | 19.3 | -7.6 | -12.2 | -34.3 | 34.1 | 9.2 | 16.8 |
| | 기타 | -10.2 | 333.8 | -19.1 | 5.5 | 29.9 | -74.6 | 15.6 | 10.3 | 15.0 | 58.4 | -31.5 | 21.0 |
| | 합계 | 17.5 | 91.7 | -30.4 | 49.7 | 58.5 | -0.2 | 45.8 | 12.1 | 6.5 | 31.8 | 20.7 | 13.9 |
| 영업이익 | 12.1 | 52.3 | 7.9 | 57.2 | 38.5 | 50.2 | 20.1 | 63.6 | 63.8 | 129.5 | 172.4 | 201.3 | |
| 영업이익 YoY | 163.0 | 157.6 | 12.9 | 79.3 | 218.2 | -4.0 | 154.4 | 11.2 | -33.9 | 103.0 | 33.1 | 16.8 | |
| 순이익 | 7.8 | 39.4 | 34.2 | 40.2 | 29.3 | 38.2 | 15.3 | 48.4 | 30.6 | 121.6 | 129.2 | 152.2 | |
| 순이익 YoY | 271.4 | 185.5 | 6740 | 183.1 | 275.6 | -3.0 | -55.3 | 20.4 | -53.8 | 297.4 | 6.3 | 17.8 | |
| 영업이익률 | 9.9 | 22.3 | 7.9 | 22.2 | 19.8 | 21.4 | 13.8 | 22.0 | 11.8 | 18.1 | 20.0 | 20.5 | |
| 순이익률 | 6.4 | 16.8 | 34.3 | 15.6 | 15.1 | 16.3 | 10.5 | 16.8 | 5.6 | 17.0 | 15.0 | 15.5 | |

자료: 서울옥션, 키움증권 리서치 추정

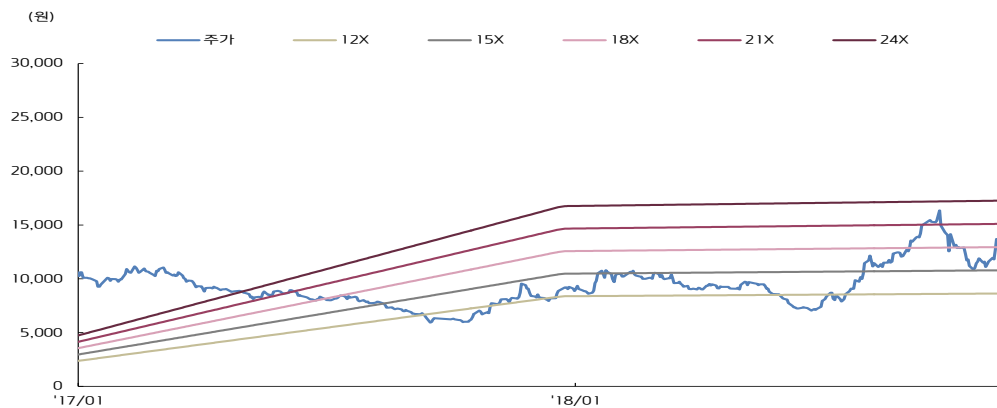
>>> Valuation

2019년 EPS 722원 PER 25배 적용, 목표주가 18,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자이견 Buy(매수), 목표주가 18,000원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2019년도 EPS 722원에 PER 25배를 적용하였다. PER 25배는 글로벌 경매사인 소더비가 본격적인 해외 진출을 통한 구조적인 성장세를 보이기 시작한 1990년대 중반에 받았던 가치 수준이다 (Bloomberg 기준 1995년 24.6배, 1996년 25.5배, 1997년 22.1배). 동사는 올해부터 1) 홍콩 전시장 오픈에 따른 홍콩 경매 규모 확대 및 신규 고객 유치, 2) 강남 신사옥 오픈에 따른 강남 수요층 기반 확대 등에 따라 2015년 실적을 넘어선 본격적인 성장 구간에 진입하였기 때문에 해당 배수는 합리적인 수준이라고 판단된다.

동사의 주가는 2015년 국내 단색화 열풍으로 인한 경매 규모 확대로 인해 한 단계 큰 폭으로 상승 이후 글로벌 미술품 시장 불황 및 국내 위작 이슈 등에 따라 지속적인 하락세를 이어왔다. 하지만, 2017년 말 이후부터는 1) 글로벌 미술품 시장 호황, 2) 홍콩 및 국내를 기반으로 한 저변 확대 본격화로 인해 본격적인 성장 구간에 진입하였다고 판단된다. 또한 올해부터 경매 규모가 2015년 규모를 뛰어넘을 것으로 예상됨에 따라 PER 24배의 가치를 평가 받던 수준의 수익성으로 회복이 전망되고 있다.

서울옥션 12MF PER 밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 509 | 542 | 714 | 862 | 982 |
| 매출원가 | 320 | 361 | 433 | 508 | 561 |
| 매출총이익 | 188 | 181 | 281 | 354 | 421 |
| 판매비및일반관리비 | 92 | 117 | 152 | 182 | 220 |
| 영업이익(보고) | 96 | 64 | 129 | 172 | 201 |
| 영업이익(핵심) | 96 | 64 | 129 | 172 | 201 |
| 영업외손익 | -11 | -23 | 25 | -8 | -7 |
| 이자수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 12 | 6 | 4 | 4 | 4 |
| 이자비용 | 9 | 11 | 6 | 4 | 3 |
| 외환손실 | 13 | 10 | 9 | 4 | 7 |
| 관계기업지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | -8 | 36 | -1 | -1 |
| 법인세차감전이익 | 85 | 41 | 154 | 164 | 194 |
| 법인세비용 | 19 | 10 | 33 | 35 | 42 |
| 유효법인세율 (%) | 22.2% | 25.0% | 21.4% | 21.4% | 21.5% |
| 당기순이익 | 66 | 31 | 121 | 129 | 152 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 61 | 31 | 121 | 129 | 152 |
| EBITDA | 101 | 71 | 161 | 179 | 202 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 71 | 38 | 116 | 148 | 172 |
| 수정당기순이익 | 66 | 31 | 121 | 129 | 152 |
| 증감률(% , YoY) | | | | | |
| 매출액 | -7.1 | 6.5 | 31.8 | 20.7 | 13.9 |
| 영업이익(보고) | -36.0 | -33.9 | 103.0 | 33.1 | 16.8 |
| 영업이익(핵심) | -36.0 | -33.9 | 103.0 | 33.1 | 16.8 |
| EBITDA | -34.2 | -29.7 | 126.7 | 11.2 | 12.8 |
| 지배주주지분 당기순이익 | -52.5 | -49.3 | 297.4 | 6.3 | 17.8 |
| EPS | -52.5 | -49.3 | 297.4 | 6.3 | 17.8 |
| 수정순이익 | -48.8 | -53.8 | 297.4 | 6.3 | 17.8 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 19 | 145 | 48 | 84 | 131 |
| 당기순이익 | 66 | 31 | 121 | 129 | 152 |
| 감가상각비 | 4 | 6 | 10 | 12 | 12 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 외환손익 | -3 | 3 | 2 | -1 | -1 |
| 자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -35 | 101 | -91 | -62 | -38 |
| 기타 | -15 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 투자활동현금흐름 | -32 | -290 | -72 | -66 | -40 |
| 투자자산의 처분 | -2 | -32 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | 0 | 0 | 30 | 0 | 0 |
| 무형자산의 취득 | -17 | -250 | -95 | -58 | -35 |
| 기타 | -6 | -8 | -7 | -8 | -5 |
| 재무활동현금흐름 | 28 | 227 | 3 | 13 | 65 |
| 단기차입금의 증가 | 30 | 7 | -34 | -22 | -52 |
| 장기차입금의 증가 | 19 | 245 | 60 | 36 | 21 |
| 자본의 증가 | 6 | 9 | 10 | 14 | 16 |
| 배당금지급 | -16 | -16 | -16 | -16 | -16 |
| 기타 | -10 | -18 | -23 | -25 | -34 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 17 | 78 | -40 | 19 | 32 |
| 기초현금및현금성자산 | 54 | 71 | 150 | 110 | 129 |
| 기말현금및현금성자산 | 71 | 150 | 110 | 129 | 161 |
| Gross Cash Flow | 53 | 44 | 122 | 141 | 173 |
| Op Free Cash Flow | 22 | -94 | -29 | 72 | 90 |

대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,075 | 1,012 | 1,149 | 1,238 | 1,357 |
| 현금및현금성자산 | 71 | 150 | 189 | 239 | 327 |
| 유동금융자산 | 27 | 45 | 47 | 50 | 55 |
| 매출채권및유동채권 | 431 | 277 | 341 | 367 | 385 |
| 재고자산 | 547 | 540 | 572 | 582 | 590 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 240 | 532 | 549 | 582 | 641 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 69 | 87 | 91 | 96 | 105 |
| 투자자산 | 7 | 40 | 31 | 34 | 39 |
| 유형자산 | 139 | 383 | 406 | 432 | 478 |
| 무형자산 | 18 | 14 | 13 | 12 | 10 |
| 기타비유동자산 | 7 | 8 | 8 | 8 | 9 |
| 자산총계 | 1,316 | 1,543 | 1,698 | 1,820 | 1,998 |
| 유동부채 | 547 | 553 | 489 | 517 | 542 |
| 매입채무및기타유동채무 | 269 | 249 | 260 | 308 | 364 |
| 단기차입금 | 243 | 254 | 221 | 203 | 172 |
| 유동성장기차입금 | 28 | 44 | 1 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 8 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| 비유동부채 | 42 | 268 | 334 | 351 | 374 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채및장기차입금 | 30 | 229 | 289 | 302 | 319 |
| 기타비유동부채 | 13 | 39 | 45 | 49 | 55 |
| 부채총계 | 590 | 821 | 823 | 868 | 916 |
| 자본금 | 85 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 주식발행초과금 | 387 | 387 | 387 | 387 | 387 |
| 이익잉여금 | 276 | 292 | 391 | 505 | 629 |
| 기타자본 | -33 | -60 | -58 | -58 | -58 |
| 지배주주지분자본총계 | 715 | 704 | 856 | 933 | 1,063 |
| 비지배주주지분자본총계 | 11 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 자본총계 | 726 | 723 | 875 | 952 | 1,082 |
| 순차입금 | 202 | 332 | 275 | 216 | 109 |
| 총차입금 | 301 | 527 | 511 | 505 | 491 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 363 | 184 | 698 | 722 | 896 |
| BPS | 4,228 | 4,161 | 4,812 | 5,516 | 6,153 |
| 주당EBITDA | 599 | 422 | 920 | 1,092 | 1,268 |
| CFPS | 421 | 225 | 1,056 | 1,158 | 1,265 |
| DPS | 100 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 26.8 | 48.1 | 19.2 | 18.7 | 13.8 |
| PBR | 2.3 | 2.1 | 2.8 | 2.6 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 19.5 | 25.3 | 17.5 | 14.0 | 12.2 |
| PCFR | 23.2 | 39.4 | 24.5 | 21.5 | 19.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 19.0 | 11.8 | 18.1 | 20.0 | 20.5 |
| 영업이익률(핵심) | 19.0 | 11.8 | 18.1 | 20.0 | 20.5 |
| EBITDA margin | 19.9 | 13.2 | 21.5 | 21.9 | 22.2 |
| 순이익률 | 13.0 | 5.6 | 17.0 | 15.0 | 15.5 |
| 자기자본이익률(ROE) | 9.5 | 4.2 | 15.8 | 16.5 | 16.9 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 8.6 | 4.8 | 9.7 | 10.9 | 11.6 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 81.2 | 113.5 | 104.2 | 90.1 | 79.8 |
| 순차입금비율 | 27.9 | 46.0 | 29.2 | 25.2 | 22.9 |
| 이자보상배율(배) | 10.9 | 6.0 | 10.8 | 15.2 | 19.9 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 2.1 |
| 재고자산회전율 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.4 |
| 매입채무회전율 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 2.4 | 2.6 |

Compliance Notice

- 당사는 11월 29일 현재 '서울옥션' 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.

투자 의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|------------------|------------|---------------|--------|----------------------|--------------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 서울옥션 (063170) | 2018.11.29 | BUY(Initiate) | 18,000 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

| 기업 | 적용 기준(6개월) |
|-----------------------|--------------------|
| Buy(매수) | 시장대비+20%이상주가상승예상 |
| Outperform(시장수익률상회) | 시장대비+10~+20%주가상승예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비+10~-10%주가변동예상 |
| Underperform(시장수익률하회) | 시장대비-10~-20%주가하락예상 |
| Sell(매도) | 시장대비-20%이하주가하락예상 |

| 업종 | 적용 기준(6개월) |
|-------------------|------------------|
| Overweight(비중확대) | 시장대비+10%이상초과수익예상 |
| Neutral(중립) | 시장대비+10~-10%변동예상 |
| Underweight(비중축소) | 시장대비-10%이상초과하락예상 |

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 164 | 95.91% |
| 중립 | 5 | 2.92% |
| 매도 | 2 | 1.17% |