



BUY(Maintain)

목표주가: 18,000원
주가(1/30): 8,770원
시가총액: 1,484억원

스몰캡

Analyst 김상표

02) 3787-5293 spkim@kiwoom.com

RA 박재일

02) 3787-4858 ion3728@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/30)		715.30pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	16,350원	7,050원
등락률	%	%
수익률	절대	상대
1M	-0.3%	-5.9%
6M	-0.8%	6.8%
1Y	-16.1%	8.1%

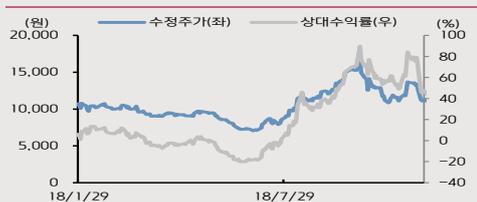
Company Data

발행주식수		16,918천주
일평균 거래량(3M)		405천주
외국인 지분율		7.50%
배당수익률(18E)		0.44%
BPS(18E)		4,492원
주요 주주	이호재외 특수관계인	33.98%
	삼성액티브자산	5.13%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	509	542	662	862
보고영업이익	96	64	92	172
핵심영업이익	96	64	92	172
EBITDA	101	71	99	179
세전이익	85	41	103	174
순이익	66	31	77	131
지배주주지분순이익	31	68	116	135
EPS(원)	363	184	404	684
증감률(%YoY)	-52.5	-49.3	119.3	69.2
PER(배)	26.8	48.1	23.0	13.6
PBR(배)	2.3	2.1	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	19.5	25.3	20.4	11.2
보고영업이익률(%)	19.0	11.8	13.9	20.0
핵심영업이익률(%)	19.0	11.8	13.9	20.0
ROE(%)	9.5	4.2	10.3	15.5
순부채비율(%)	27.9	46.0	42.8	26.7

Price Trend



서울옥션 (063170)

아쉬운 일회성 비용



서울옥션의 4Q18 연결기준 영업이익은 20억원으로 시장 컨센서스를 크게 하회할 것으로 전망한다. 홍콩 및 국내 경매 낙찰총액 상승에도 불구하고 유효 수수료 수익 감소 및 판관비 증가로 이익이 감소한 것으로 추정된다. 다만 실적 부진의 가장 큰 요인이 일회성 비용임에 따라 동사의 펀더멘탈과 무관하며 2019년 미술품 경매 시장은 호황 지속 전망에 따라 동사 실적 또한 우상향을 이어나갈 것으로 보인다.

>>> 4Q18 Preview: 아쉬운 일회성 비용

서울옥션의 4Q18 연결기준 매출 205.3억원(+19.4% YoY), 영업이익은 20.1억원(-37.0% YoY)으로 시장 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 홍콩 및 국내 경매 낙찰총액 상승에도 불구하고 대작 유찰 증가에 따른 유효 수수료 수익 감소 및 일회성 비용에 기인한 판관비 증가로 인해 영업이익은 감소한 것으로 추정된다.

대폭 증가한 판관비는 1) 강남 신사옥 오픈 지연으로 인한 12월 메이저 경매 장소 변경에 따른 부대비용 증가, 2) 창립 20주년 기념 홍콩 및 국내 메이저 경매 진행에 따른 관련 비용 증가(기존 메이저 경매 관련 비용 대비 약 3배 증가 추정), 3) 인센티브 지급 등 일회성 비용에 기인한다.

>>> 강남 신사옥 오픈에 따른 접근성 확대

2018년 홍콩 SA+ 상설전시장 오픈에 따른 신규 수요층 유입 및 홍콩 경매 규모 확대에 주목하였다면 2019년에는 강남 신사옥 오픈에 따른 강남 신규 수요층 유입 및 국내 경매 규모 확대에 주목할 것을 권한다.

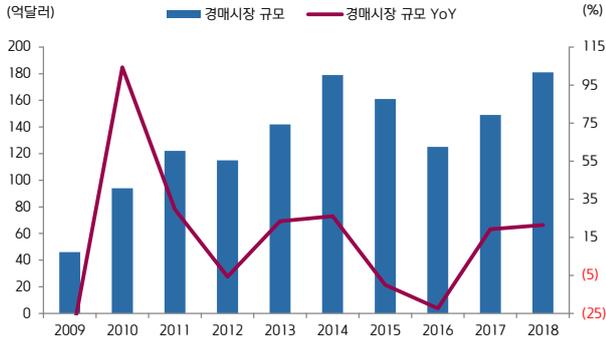
동사는 1월 18일 강남구 신사동에 신사옥(지상 8층, 지하 5층 규모 최대규모)을 오픈했으며 국내 메이저 및 기획경매, 이벤트 공간 등으로 활용할 계획이다. 1월 첫 온라인 경매인 'My First Collection'의 프리뷰 및 경매(총 171점, 약 20억원 규모)를 신사옥에서 진행하였으며 낙찰총액 약 8억원, 낙찰률 72%를 기록하였다. 1) 2018년 55%였던 낙찰률이 72%로 상승, 2) 프리뷰 평균 방문객 수 증가한 점을 비춰볼 때 평창동 대비 접근성 확대에 따른 신규 수요 유입 가능성이 높다고 판단된다.

>>> 2019년 미술품 경매 시장 성장세 지속 전망

경기 성장세 둔화로 인한 경매 시장 침체에 대한 우려가 있지만 한 해 경매 시장을 예상해볼 수 있는 1월 경매 결과를 살펴보면 기우라고 판단된다. 올해 1월 경매업체(K옥션, 서울옥션 등)들의 경매 결과 낙찰 총액 상승 및 평균 낙찰률은 전년 대비 약 10% 증가한 70%대 후반을 기록하였다. 근현대 및 고미술이 2019년 트렌드를 주도할 것으로 전망된다.

서울옥션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 18,000원을 유지한다. 4Q18 실적 부진은 일시적인 요인에 기인하였으며 1) 국내외 유명 작품 소싱에 따른 국내 및 홍콩 경매 규모 확대, 2) 자회사 실적 개선 등을 고려했을 때 올해 실적 성장세는 지속될 것으로 판단된다.

글로벌 미술품 경매 시장 규모 추이



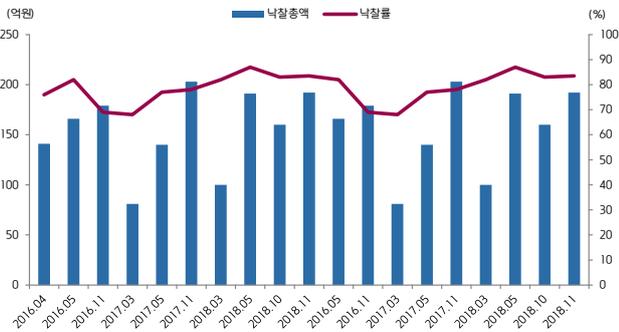
자료: Artprice 키움증권 리서치

국내 미술품 경매 시장 규모 추이



자료: 미술시장연구소, 키움증권 리서치

홍콩경매 회차별 낙찰총액 및 낙찰률 추이



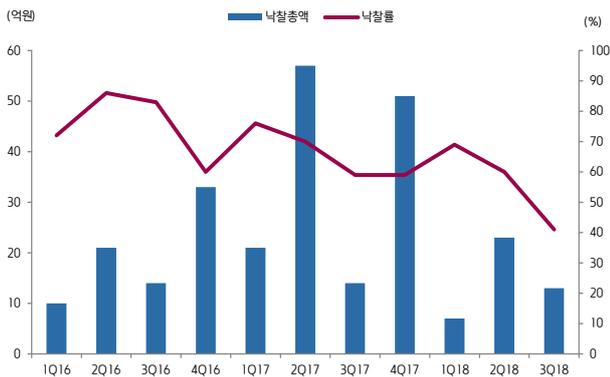
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

국내경매 회차별 낙찰총액 및 낙찰률 추이



자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션블루 낙찰총액 및 낙찰률 추이



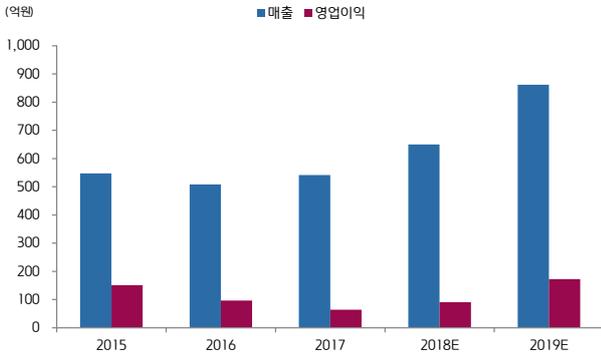
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션 강남 신사옥



자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션 매출액 및 영업이익 추이



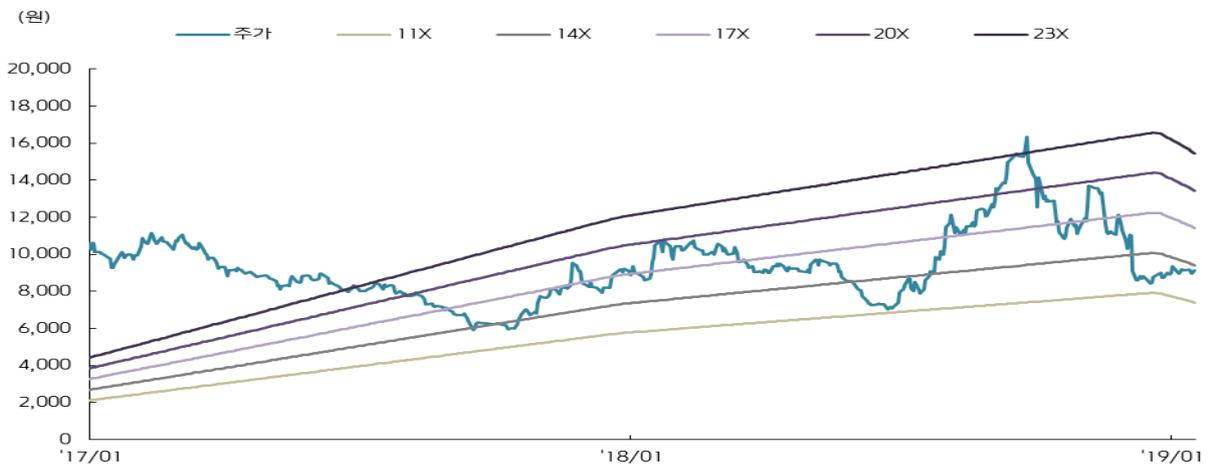
자료: 서울옥션, 키움증권 리서치

서울옥션 연결기준 실적 추이 및 전망

(억원, %)	2018E				2019E				2017	2018E	2019E	2020E	
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	상품	74.2	136.0	59.7	122.1	133.5	156.9	92.5	149.8	339.3	391.9	532.7	592.5
	경매	32.8	51.7	17.8	58.5	38.5	51.7	30.2	114.5	127.9	160.8	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	205.3	194.1	234.3	145.2	288.6	541.7	662.0	862.2	982.1
매출액 YoY	상품	13.5	146.4	-47.1	15.3	80.0	15.4	54.9	11.6	17.7	15.5	31.8	11.2
	경매	29.5	14.9	24.9	35.1	17.5	0.0	69.7	16.2	-3.0	25.7	17.0	18.1
	중계	59.1	-0.6	169.5	11.5	55.5	19.3	-7.6	-12.2	-34.3	34.4	9.2	16.8
	기타	-10.2	333.8	-19.1	4.5	29.9	-74.6	15.6	10.3	15.0	58.6	-31.5	21.0
	합계	17.5	91.7	-30.4	19.4	58.5	-0.2	45.8	12.1	6.5	22.2	20.7	13.9
영업이익	12.1	52.3	7.9	20.1	38.5	50.2	20.1	63.6	63.8	92.4	172.4	201.3	
영업이익 YoY	163.0	157.6	12.9	-37.0	218.2	-4.0	154.4	11.2	-33.9	44.8	33.1	16.8	
영업이익률	9.9	22.3	7.9	9.8	19.8	21.4	13.8	22.0	11.8	14.0	20.0	20.5	

자료: 서울옥션, 키움증권 리서치 추정

서울옥션 12MF PER 밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	509	542	662	862	982
매출원가	320	361	381	486	541
매출총이익	188	181	281	376	441
판매비및일반관리비	92	117	189	204	240
영업이익(보고)	96	64	92	172	201
영업이익(핵심)	96	64	92	172	201
영업외손익	-11	-23	11	2	2
이자수익	0	0	1	9	11
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	12	6	5	5	5
이자비용	9	11	10	9	8
외환손실	13	10	6	6	7
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	35	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	1	0	0
기타	-1	-8	-9	2	1
법인세차감전이익	85	41	103	174	203
법인세비용	19	10	26	44	51
유효법인세율 (%)	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
당기순이익	66	31	77	131	153
지배주주지분순이익(억원)	61	31	68	116	135
EBITDA	101	71	99	179	208
현금순이익(Cash Earnings)	71	38	84	138	159
수정당기순이익	66	31	50	130	152
증감율(% YoY)					
매출액	-7.1	6.5	22.2	30.2	13.9
영업이익(보고)	-36.0	-33.9	43.8	87.9	16.6
영업이익(핵심)	-36.0	-33.9	43.8	87.9	16.6
EBITDA	-34.2	-29.7	38.9	81.2	15.8
지배주주지분 당기순이익	-52.5	-49.3	119.3	69.2	16.8
EPS	-52.5	-49.3	119.3	69.2	16.8
수정순이익	-48.8	-53.8	65.0	158.5	16.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,075	1,012	1,106	1,254	1,369
현금및현금성자산	71	150	144	210	239
유동금융자산	27	45	48	53	61
매출채권및유동채권	431	277	339	367	393
채고자산	547	540	576	625	677
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	240	532	560	609	677
장기매출채권및기타비유동채권	69	87	93	103	118
투자자산	7	40	48	63	72
유형자산	139	383	406	432	478
무형자산	18	14	13	11	10
기타비유동자산	7	8	0	0	0
자산총계	1,316	1,543	1,665	1,864	2,047
유동부채	547	553	610	680	718
매입채무및기타유동채무	269	249	304	396	451
단기차입금	243	254	254	244	239
유동성장기차입금	28	44	44	30	16
기타유동부채	8	7	8	11	12
비유동부채	42	268	272	282	288
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	30	229	229	229	229
기타비유동부채	13	39	43	53	59
부채총계	590	821	882	962	1,005
자본금	85	85	85	85	85
주식발행초과금	387	387	387	387	387
이익잉여금	276	292	348	452	575
기타자본	-33	-60	-60	-60	-60
지배주주지분자본총계	715	704	760	863	986
비지배주주지분자본총계	11	19	23	38	55
자본총계	726	723	783	901	1,041
순차입금	202	332	335	240	184
총차입금	301	527	527	503	484

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	19	145	221	349	308
당기순이익	66	31	77	131	153
감가상각비	4	6	6	6	6
무형자산상각비	1	2	2	2	1
외환손익	-3	3	1	1	2
자산처분손익	0	0	-35	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-35	101	-46	6	-36
기타	-15	3	217	204	183
투자활동현금흐름	-32	-290	-219	-270	-267
투자자산의 처분	-2	-32	-12	-20	-17
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-17	-250	-250	-250	-250
무형자산의 처분	-7	0	0	0	0
기타	-6	-8	43	0	0
재무활동현금흐름	28	227	-8	-13	-12
단기차입금의 증가	30	7	0	-10	-5
장기차입금의 증가	19	245	0	0	0
자본의 증가	6	9	0	0	0
배당금지급	-16	-16	-13	-13	-13
기타	-10	-18	5	10	6
현금및현금성자산의순증가	17	78	-6	66	28
기초현금및현금성자산	54	71	150	144	210
기말현금및현금성자산	71	150	144	210	239
Gross Cash Flow	53	44	267	343	344
Op Free Cash Flow	21.6	-94.1	-219.9	-107.4	-128.8

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-393	-129	796	1,706	2,092
BPS	16,021	15,181	13,950	15,507	17,448
주당EBITDA	3,730	5,961	5,927	7,012	7,829
CFPS	1,466	2,367	3,428	4,435	5,057
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-99.1	-307.7	38.2	17.8	14.5
PBR	2.4	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	17.9	-1.9	10.5	8.2	7.4
PCFR	26.6	16.8	8.9	6.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.9	1.8	1.5	1.6	1.8
영업이익률(핵심)	0.9	1.8	1.5	1.6	1.8
EBITDA margin	1.9	2.8	2.4	2.5	2.6
순이익률	-0.3	0.0	0.4	0.7	0.8
자기자본이익률(ROE)	-2.6	0.5	5.4	9.9	11.2
투자자본이익률(ROIC)	6.3	10.2	6.1	9.0	9.8
안정성(%)					
부채비율	251.4	283.3	315.6	311.7	293.3
순차입금비율	87.4	101.7	117.1	110.1	98.0
이자보상배율(배)	3.7	6.0	4.9	6.2	7.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	8.9	9.4	9.5	9.3
채고자산회전율	13.1	14.8	17.9	18.3	18.4
매입채무회전율	7.0	7.5	8.3	8.2	8.0

Compliance Notice

- 당사는 1월 30일 현재 '서울옥션 (063170)' 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울옥션 (063170)	2018/11/30	BUY (Initiate)	18,000원	6개월	-47.37	-32.50
	2019/01/31	BUY(Maintain)	18,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%