

서울옥션 (063170)

스몰캡



안주원

02 3770 5587

joowon.ahn@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (I)
목표주가	Not Rated (I)
현재주가 (12/4)	6,930원
상승여력	-

주가 (12/04)	6,930원
자본금	85억원
시가총액	1,172억원
주당순자산	4,344원
부채비율	152.03
총발행주식수	16,917,500주
60일 평균 거래대금	33억원
60일 평균 거래량	585,078주

주 고

	1개월	3개월	12개월
절대	36.4	58.9	31.7
상대	23.5	50.6	(9.8)
절대(달러환산)	41.5	72.4	43.4

다같이 미술세계에 빠져봅시다.

2021년 서울옥션의 부활이 확실한 이유

2020년 최악의 영업환경 속 실적 저점을 다지고 2021년 본격적인 실적 턴어라운드 예상된다. 그 이유는 1) 미술품 양도차익이 기타소득으로 분류되며 양도세율 현행 유지로 세금 이슈가 종결되었고 2) 젊은 층들의 활발한 미술 투자에 따라 경매 대중화 시대가 열리고 있으며 3) 코로나19에 따른 경매방식 변화로 온라인 경매가 자리잡으며 경매 횟수 증가가 예상되기 때문이다. 2014년 정부가 미술시장 활성화를 위한 '미술진흥 중장기 계획'을 발표하고 미술품 거래가 늘어나면서 그 당시 서울옥션 주가도 약 3,000원에서 24,000원으로 8배 상승했다. 2021년 큰 시장 변화 속 확실한 실적 우상향이 예측되는 만큼 과거 서울옥션의 영광이 되살아날 것으로 판단한다.

미술품 공동구매, 온라인 경매 활성화로 미술시장 본격 대중화

미술 시장이 대중화되고 있다. 기존에는 미술작품 가격대가 높게 형성되어 있어 고액 자산가들이 주요 소비층이었으나 2018년 미술품 공동구매 플랫폼이 생겨나면서 소비층이 다양해지고 있다. 미술품 공동구매는 고가의 미술품을 다수의 투자자가 나눠서 구매하고 되팔아 투자금을 회수할 수 있는 플랫폼으로 소액으로도 투자가 가능해 미술시장 대중화를 이끌고 있다. 이에 젊은 소비층들이 재테크 수단으로 활용하며 주요 투자수단으로 부상하고 있으며 코로나19에 따른 집콕으로 인테리어용 미술품 수요도 동시에 늘어나고 있다.

코로나 19로 경매 방식도 변하고 있다. 오프라인 경매는 최소화하고 온라인 경매 횟수를 늘리고 있으며 젊은 층들의 유입으로 인해 애니메이션을 주제로 한 스트리트아트, 아트토이, 주얼리 등으로 경매영역을 확대하고 있다. 글로벌 메이저 경매회사인 소더비와 크리스티는 1~10월까지 온라인 경매를 각각 56건, 35건 진행했다. 특히 소더비가 7월에 처음으로 진행했던 화상회의 형식 경매에서 약 4,355억원의 작품이 낙찰되었고 낙찰률도 93%를 보이며 흥행에 성공했다. 국내도 매년 온라인 경매시장 규모가 커지고 있다. 2020년 상반기 온라인 경매 낙찰 금액은 121억원으로 2019년 197억원의 60% 이상을 달성하고 있으며 전체 경매 낙찰총액에서 25%를 차지하고 있다. 이처럼 각 경매업체들의 온라인 경매 확대로 소비자들도 온라인을 통한 경매 경험이 쌓이며 미술 경매 접근성이 좋아지고 있다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	61	-51.6	-8.5		
영업이익	10	흑전	-7.7		
세전계속사업이익	6	흑전	30.5		
지배순이익	8	흑전	64.3		
영업이익률 (%)	16.4	흑전	+0.1 %pt		
지배순이익률 (%)	12.6	흑전	+5.6 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	542	620	451	273
영업이익	64	88	-46	13
지배순이익	31	73	-67	-5
PER	46.4	23.8	-18.8	-227.3
PBR	1.9	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	25.6	22.6	-129.9	35.5
ROE	4.4	10.0	-9.2	-0.8

자료: 유안타증권

본격적으로 대중화되고 있는 미술시장

아트테크+ 인테리어 수요 증가로 젊은 소비층 유입

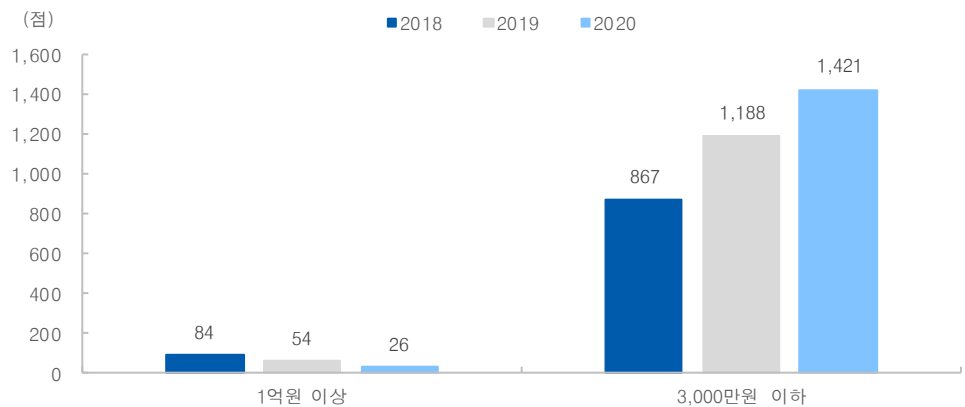
미술 시장이 대중화되고 있다. 기존에는 미술작품 가격대가 높게 형성되어 있어 고액 자산가들이 주요 소비층이었으나 2018년 미술품 공동구매 플랫폼이 생겨나면서 소비층이 다양해지고 있다. 미술품 공동구매는 고가의 미술품을 다수의 투자자가 나눠서 구매하고 되팔아 투자금을 회수할 수 있는 플랫폼으로 소액으로도 투자가 가능해 미술시장 대중화를 이끌고 있다. 이에 젊은 소비층들이 재테크 수단으로 활용하며 주요 투자수단으로 부상하고 있으며 코로나19에 따른 집콕으로 인테리어용 미술품 수요도 동시에 늘어나고 있다.

이러한 시장 변화는 2020년 서울옥션 경매흐름에서도 나타난다. 최근 3년간 서울옥션 경매 낙찰 현황을 살펴보면 3,000만원 이하 작품 낙찰 개수가 2018년 867점 → 2019년 1,188점 → 2020년 상반기 1,421점으로 늘어났다. 세대 전환에 따른 본격적인 미술품 대중화 시대가 열리고 있는 것이다.

작가명	작품명	진행상황	공동구매일	구매금액	매각금액	매각처	수익률	보유기간
김환기	산월	매각완료	2018.10.30	45,000	55,000	개인	22.2%	57일
이중섭	무제	매각완료	2018.11.30	52,000	59,800	개인	15.0%	332일
이우환	조용	매각완료	2018.12.31	35,000	39,000	개인	11.4%	203일
도상봉	정물	매각예정	2019.01.30	42,000	-	-	-	-
윤형근	무제	매각 중	2019.01.30	16,000	-	-	-	-

자료: K-ARTMARKET, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 금액대별 작품 낙찰 현황



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

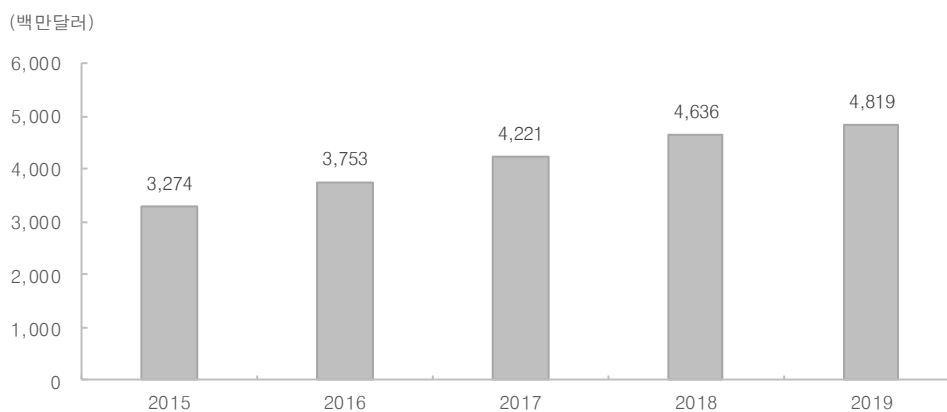
미술 경매도 이전 온라인 시대

크리스티, 소더비 등 글로벌 메이저 경매회사들도 온라인 경매 강화

코로나 19로 경매 방식도 변하고 있다. 오프라인 경매는 최소화하고 온라인 경매 횟수를 늘리고 있으며 젊은 층들의 유입으로 인해 애니메이션을 주제로 한 스트리트아트, 아트토이, 주얼리 등으로 경매 영역을 확대하고 있다. 글로벌 메이저 경매회사인 소더비와 크리스티는 1~10월까지 온라인 경매를 각각 56건, 35건 진행했다. 특히 소더비가 7월에 처음으로 진행했던 화상회의 형식 경매에서 약 4,355억원의 작품이 낙찰되었고 낙찰률도 93%를 보이며 흥행에 성공했다. 크리스티도 오프라인 경매를 중단하고 온라인 경매로 모두 전환하면서 카테고리도 다양하게 확장하고 있다.

국내도 매년 온라인 경매시장 규모가 커지고 있다. 2020년 상반기 온라인 경매 낙찰 금액은 121억원으로 2019년 197억원의 60% 이상을 달성하고 있으며 전체 경매 낙찰총액에서 25%를 차지하고 있다. 서울옥션도 2018년도부터 온라인 경매 횟수가 늘어나기 시작했으며 2019년 43회 개최, 2020년 현재까지 26회를 개최했다. 특히 올해 1~7월 온라인 경매에 출품된 작품이 1,410개였는데 낙찰된 작품이 1,133개로 80%의 높은 낙찰률을 보이며 의미 있는 성과를 거두고 있다.

글로벌 온라인 미술시장 규모



자료: K-ARTMARKET, 유안타증권 리서치센터

국내 1등 미술경매업체, 서울옥션의 부활

큰 시장 변화 속 2021년 확실한 실적 우상향 전망

국내 미술경매회사 1등 서울옥션의 부활이 예상된다. 서울옥션은 국내 미술경매시장에서 시장점유율 52%(2019년 기준)로 1위를 차지하고 있으며 2018년 실적 최고치를 달성한 뒤 홍콩 시위, 양도세 이슈 및 코로나19로 경매가 부진해지며 실적악화가 이어졌다. 하지만 국내 미술 시장이 젊은 소비자층이 유입되면서 대중화가 시작되었고 양도세 이슈도 마무리된 만큼 2021년 본격적인 실적 반등이 이루어질 전망이다.

먼저 2019년 상반기에 시작된 홍콩 시위로 100억원을 웃돌던 평균 낙찰 총액은 2019년 10월 홍콩경매에서 낙찰 총액이 66억원으로 낮아졌으며 2020년에는 코로나19까지 겹치면서 경매 진행이 어려워져 7월에만 온라인으로 개최했다. 국내 메인 미술품 경매도 2019년 말부터 불거진 미술품 양도세 강화 추진 이슈로 인해 낙찰 총액이 감소하면서 2020년에 진행했던 메인 경매 평균 낙찰 총액은 58억원 수준에 불과했다. 이에 따라 연간 실적도 2018년 최고 매출액인 620억원을 달성한 뒤 2019년 451억원 2020년은 전년대비 39% 역성장한 273억원으로 전망된다.

2020년 최악의 영업환경 속 실적 저점을 다지고 2021년 본격적인 실적 턴어라운드가 예상된다. 그 이유는 1) 미술품 양도차익이 기타소득으로 분류되며 양도세율 현행 유지로 세금 이슈가 종결되었고 2) 젊은 층들의 활발한 미술 투자에 따라 경매 대중화 시대가 열리고 있으며 3) 코로나19에 따른 경매방식 변화로 온라인 경매가 자리잡으며 경매 횟수 증가가 예상되기 때문이다. 2014년 정부가 미술시장 활성화를 위한 ‘미술진흥 중장기 계획’을 발표하고 미술품 거래가 늘어나면서 그 당시 서울옥션 주가도 약 3,000원에서 24,000원으로 8배 상승했다. 2021년 큰 시장 변화 속 확실한 실적 우상향이 예측되는 만큼 과거 서울옥션의 영광이 되살아날 것으로 판단한다.

서울옥션 주가 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 (063170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	509	542	620	451	273
매출원가	320	361	367	278	169
매출총이익	188	181	253	173	104
판매비	92	117	166	219	90
영업이익	96	64	88	-46	13
EBITDA	101	71	97	-14	53
영업외손익	-11	-23	-1	-31	-20
외환관련손익	-1	-5	-1	-1	0
이자손익	-9	-10	-14	-24	-27
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-8	15	-7	7
법인세비용차감전순이익	85	41	87	-78	-7
법인세비용	19	10	16	10	0
계속사업순이익	66	31	71	-87	-7
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	66	31	71	-87	-7
지배지분순이익	61	31	73	-67	-5
포괄순이익	71	22	68	-85	-4
지배지분포괄이익	67	23	70	-64	-3

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동 현금흐름	19	145	-5	-11	9
당기순이익	66	31	71	-87	-7
감가상각비	4	6	7	30	35
외환손익	-3	3	0	1	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-35	101	-82	24	-34
기타현금흐름	-14	5	-1	22	14
투자활동 현금흐름	-32	-290	-87	-92	-9
투자자산	0	-30	0	0	11
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-250	-132	-55	0
유형자산 감소	0	0	60	0	0
기타현금흐름	-16	-10	-15	-37	-21
재무활동 현금흐름	28	227	116	56	36
단기차입금	30	11	48	4	4
사채 및 장기차입금	19	241	16	86	50
자본	6	9	3	0	0
현금배당	-16	-16	-13	-16	0
기타현금흐름	-10	-18	62	-18	-18
연결범위변동 등 기타	2	-4	0	5	-150
현금의 증감	17	78	24	-42	-114
기초 현금	54	71	150	174	132
기말 현금	71	150	174	132	18
NOPLAT	96	64	88	-52	13
FCF	29	-94	-133	-50	19

자료: 유안타증권

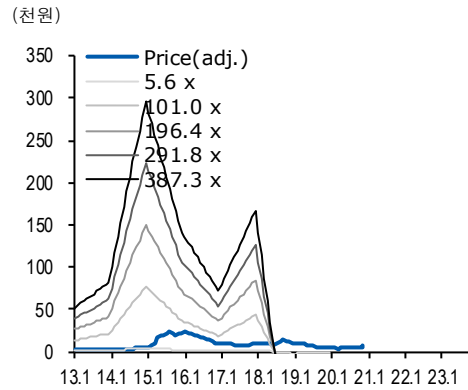
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
유동자산	1,075	1,012	1,433	1,075	1,064
현금및현금성자산	71	150	174	132	18
매출채권 및 기타채권	382	250	500	302	357
재고자산	547	540	619	571	620
비유동자산	240	532	620	653	713
유형자산	139	383	477	529	593
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	-11
기타투자자산	7	40	43	52	52
자산총계	1,316	1,543	2,053	1,728	1,777
유동부채	547	553	865	640	641
매입채무 및 기타채무	265	247	541	298	298
단기차입금	243	254	302	303	308
유동성장기부채	28	44	6	19	19
비유동부채	42	268	406	402	452
장기차입금	30	205	280	354	404
사채	0	24	11	0	0
부채총계	590	821	1,272	1,042	1,094
지배지분	715	704	759	686	683
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	389	389	389	389	389
이익잉여금	276	292	348	265	260
비지배지분	11	19	23	0	0
자본총계	726	723	781	686	683
순차입금	202	360	429	524	692
총차입금	301	555	695	702	756

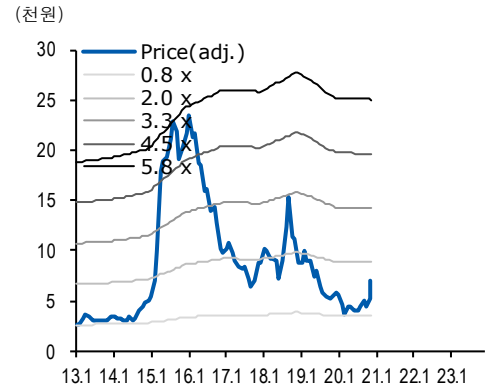
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
EPS	363	184	432	-395	-30
BPS	4,497	4,461	4,807	4,344	4,327
EBITDAPS	599	422	572	-81	311
SPS	3,006	3,202	3,667	2,665	1,614
DPS	100	80	100	0	0
PER	45.5	46.4	23.8	-18.8	-227.3
PBR	3.7	1.9	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	29.7	25.6	22.6	-129.9	35.5
PSR	5.5	2.7	2.8	2.8	4.3

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액 증가율 (%)	-7.1	6.5	14.5	-27.3	-39.5
영업이익 증가율 (%)	-36.0	-33.9	37.3	적전	-128.9
지배순이익 증가율 (%)	-52.5	-49.3	134.6	적전	적지
매출총이익률 (%)	37.0	33.4	40.8	38.4	38.0
영업이익률 (%)	19.0	11.8	14.1	-10.3	4.9
지배순이익률 (%)	12.1	5.8	11.8	-14.8	-1.9
EBITDA 마진 (%)	19.9	13.2	15.6	-3.0	19.2
ROIC	9.3	5.3	6.9	-4.7	1.1
ROA	4.8	2.2	4.1	-3.5	-0.3
ROE	8.9	4.4	10.0	-9.2	-0.8
부채비율 (%)	81.2	113.5	162.8	152.0	160.2
순차입금/자기자본 (%)	28.3	51.2	56.5	76.4	101.4
영업이익/금융비용 (배)	10.9	6.0	5.9	-1.8	0.5

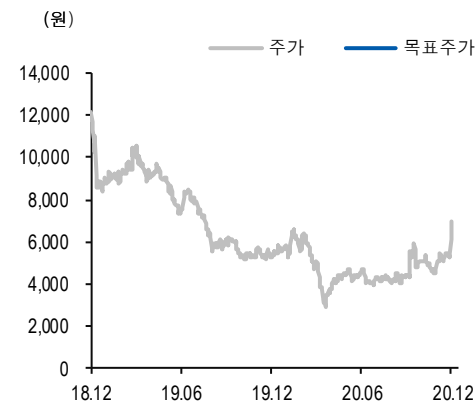
P/E band chart



P/B band chart



서울옥션 (063170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-12-07	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2019-11-22	1년 경과 이후		1년		-
2018-11-22	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	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	91.1
Hold(중립)	7.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-12-02

※ 해외 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: 안주원)
- 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 투자의사결정은 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.