

# 서울옥션 (063170)

미술시장은 이미 좋아지고 있는 중, 기대감이 현실이 될 2021년

Mid-Small cap

안주원

02 3770 5587

joowon.ahn@yuantakorea.com



투자의견: N/R

주가 (12/14)	7,630원
자본금	85억원
시가총액	1,291억원
주당순자산	4,344원
부채비율	152.03
총발행주식수	16,917,500주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	592,604주
52주 고	8,330원
52주 저	2,930원
외인지분율	3.14%
주요주주	이호재 외 12 인 35.05%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	48.2	44.0	38.5
상대	33.7	38.5	(4.1)
절대(달러환산)	51.4	56.1	48.6

2021년 미술품 거래 활성화로 서울옥션 실적 본격적으로 반등할 것

- 1) 미술품 양도세율 현행 유지에 따른 세금이슈 마무리, 2) 젊은 층들의 활발한 미술투자에 따른 미술시장 대중화, 3) 코로나19에 따른 경매방식 변화로 온라인 경매 적극 활성화 등 경매 횟수 증가로 2021년 서울옥션 본격적인 실적 턴어라운드 예상
- 2014년 정부가 미술시장 활성화를 위한 '미술진흥 중장기 계획' 발표 후 미술품 거래 늘어나며 당시 서울옥션 주가도 급등 했던 만큼 큰 시장 변화 속 확실한 실적 우상향 전망.
- 손익에 부담을 주었던 자회사 연결 제외도 실적 개선에 긍정적일 것으로 판단.

투자포인트: 세대 전환에 따른 미술 시장 대중화, 온라인 미술 시장의 가능성

- 2018년 미술품 공동구매 플랫폼이 생겨나면서 소비층이 다양해지고 있음. 미술품 공동구매는 고가의 미술품을 다수의 투자자가 나눠서 구매하고 되팔아 투자금을 회수하는 플랫폼으로 미술시장 대중화를 이끌고 있는 중.
- 특히 젊은 소비층들이 재테크 수단으로 활용하고 코로나19에 따른 집콕으로 인테리어용 미술품 수요가 동시에 늘어나며 미술품 시장의 주요 소비층 세대 전환.
- 글로벌 메이저 경매회사인 크리스티, 소더비는 이미 온라인 경매를 주요 방식으로 전환하며 대응 중임. 특히 소더비가 7월에 진행한 화상회의 형식 경매에서 낙찰률 93%를 보이며 흥행에 성공했으며 크리스티 홍콩 경매도 유튜브, 홈페이지를 적극 활용하며 경매 최고 기록 달성 중.
- 국내 온라인 경매시장 규모도 매년 커지고 있으며 낙찰률도 높은 만큼 향후 온라인 경매 시장 지속 확대 예상.

세제 혜택으로 시장 매력도 올라가는 중

- 최근 미술품 양도차익이 기hta소독으로 분류되며 양도세율 현행 유지로 세금 이슈가 종결된 만큼 시장 매력도 높아짐.
- 이미 Private 시장인 미술품 개별 판매 및 개인간 거래가 늘어나고 있는 만큼 경매 시장으로도 좋은 분위기 이어질 것으로 보이며 2020년 12월 국내 메이저 경매가 신호탄일 것으로 판단.
- 지난 2년간 홍콩시위, 양도세 이슈 및 코로나19로 경매 부진하며 실적악화 이어졌으나 실적 저점 다지며 개선될 것으로 예상.

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	-8
PER	46.4	23.8	-18.8	-177.2
PBR	1.9	2.1	1.7	1.8
EV/EBITDA	25.6	22.6	-129.9	40.3
ROE	4.4	10.0	-9.2	-1.1

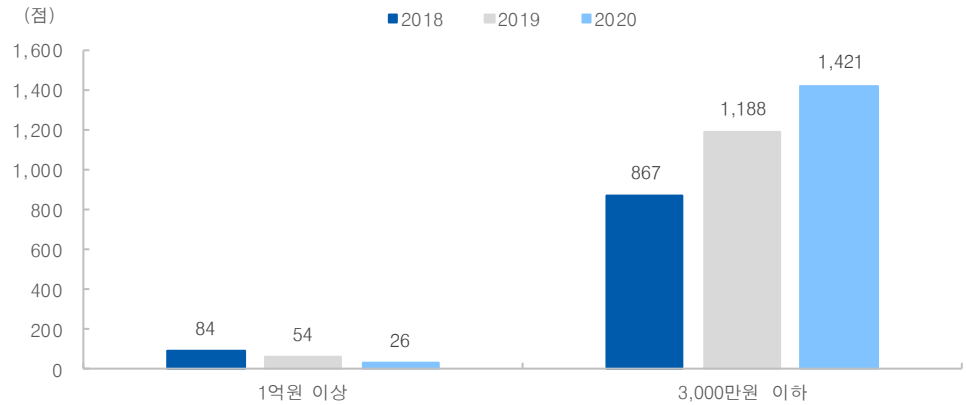
자료: 유안타증권

서울옥션 주가 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 금액대별 작품 낙찰 현황



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4QE	2018	2019	2020E
매출액	10.6	11.6	10.2	12.7	6.8	7.6	6.7	6.2	62.0	45.1	27.3
증가율	-13.4%	-50.5%	2.1%	-22.3%	-35.4%	-34.6%	-34.0%	-51.6%	14.5%	-27.3%	-39.4%
상품	6.7	6.5	4.9	7.0	4.9	4.8	2.3	2.3	36.0	25.1	14.4
경매 수수료	2.5	3.0	1.1	4.1	0.6	1.8	2.0	1.3	15.5	10.7	5.8
중개	0.5	0.7	2.9	0.6	0.5	0.6	1.9	2.0	4.6	4.7	5.0
기타	0.8	1.4	1.3	1.1	0.8	0.3	0.5	0.5	5.9	4.6	2.1
영업이익	0.0	-1.3	-2.8	-0.6	-1.3	0.5	1.1	1.0	8.8	-4.6	1.3
영업이익률	0.2%	-10.9%	-27.6%	-4.5%	-18.6%	6.7%	16.2%	16.4%	14.1%	-10.2%	4.9%
당기순이익	-0.2	-0.9	-3.5	-4.2	-1.6	-0.2	0.5	0.5	7.1	-8.7	-0.8
순이익률	-2.3%	-7.3%	-34.1%	-32.9%	-22.9%	-2.5%	7.0%	8.3%	11.4%	-19.4%	-2.9%

자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 (063170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
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	48
영업외손익	-11	-23	-1	-31	-21
외환관련손익	-1	-5	-1	-1	0
이자손익	-9	-10	-14	-24	-24
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-8	15	-7	4
법인세비용차감전순이익	85	41	87	-78	-8
법인세비용	19	10	16	10	0
계속사업순이익	66	31	71	-87	-8
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	66	31	71	-87	-8
지배지분순이익	61	31	73	-67	-8
포괄순이익	71	22	68	-85	-5
지배지분포괄이익	67	23	70	-64	-5

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동 현금흐름	19	145	-5	-11	54
당기순이익	66	31	71	-87	-8
감가상각비	4	6	7	30	31
외환손익	-3	3	0	1	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-35	101	-82	24	17
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	-14
단기차입금	30	11	48	4	4
사채 및 장기차입금	19	241	16	86	0
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	-85
현금의 증감	17	78	24	-42	-54
기초 현금	54	71	150	174	132
기말 현금	71	150	174	132	78
NOPLAT	96	64	88	-52	13
FCF	29	-94	-133	-50	64

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

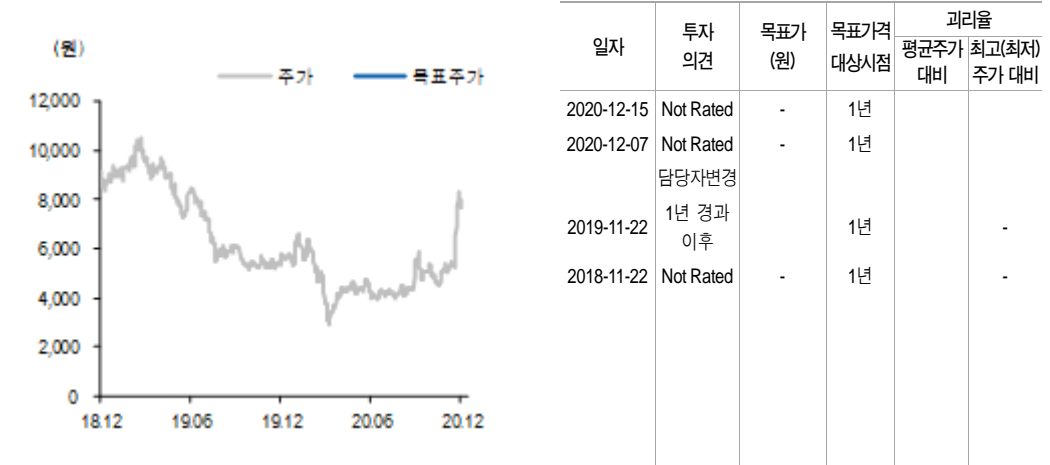
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
유동자산	1,075	1,012	1,433	1,075	1,074
현금및현금성자산	71	150	174	132	78
매출채권 및 기타채권	382	250	500	302	313
재고자산	547	540	619	571	613
비유동자산	240	532	620	653	667
유형자산	139	383	477	529	548
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	-11
기타투자자산	7	40	43	52	52
자산총계	1,316	1,543	2,053	1,728	1,741
유동부채	547	553	865	640	658
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	402
장기차입금	30	205	280	354	354
사채	0	24	11	0	0
부채총계	590	821	1,272	1,042	1,061
지배지분	715	704	759	686	680
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	389	389	389	389	389
이익잉여금	276	292	348	265	257
비지배지분	11	19	23	0	0
자본총계	726	723	781	686	680
순차입금	202	360	429	524	582
총차입금	301	555	695	702	706

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
EPS	363	184	432	-395	-45
BPS	4,497	4,461	4,807	4,344	4,311
EBITDAPS	599	422	572	-81	283
SPS	3,006	3,202	3,667	2,665	1,611
DPS	100	80	100	0	0
PER	45.5	46.4	23.8	-18.8	-177.2
PBR	3.7	1.9	2.1	1.7	1.8
EV/EBITDA	29.7	25.6	22.6	-129.9	40.3
PSR	5.5	2.7	2.8	2.8	4.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액 증가율 (%)	-7.1	6.5	14.5	-27.3	-39.6
영업이익 증가율 (%)	-36.0	-33.9	37.3	적전	-128.5
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	4.8
지배순이익률 (%)	12.1	5.8	11.8	-14.8	-2.8
EBITDA 마진 (%)	19.9	13.2	15.6	-3.0	17.5
ROIC	9.3	5.3	6.9	-4.7	1.1
ROA	4.8	2.2	4.1	-3.5	-0.4
ROE	8.9	4.4	10.0	-9.2	-1.1
부채비율 (%)	81.2	113.5	162.8	152.0	155.9
순차입금/자기자본 (%)	28.3	51.2	56.5	76.4	85.6
영업이익/금융비용 (배)	10.9	6.0	5.9	-1.8	0.5

서울옥션 (063170) 투자등급 및 목표주가 추이



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)	1.2
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	5.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-12-12

※ 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.