

# 서울옥션 (063170)

스몰캡



안주원

02 3770 5587

joowon.ahn@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>18,000원 (U)</b>
현재주가 (3/15)	<b>12,400원</b>
상승여력	<b>45%</b>

시가총액	2,098억원
총발행주식수	16,917,500주
60일 평균 거래대금	72억원
60일 평균 거래량	761,588주
52주 고	12,400원
52주 저	2,930원
외인지분율	1.15%
주요주주	이호재 외 11 인 35.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	60.6	55.4	226.3
상대	70.2	56.1	84.5
절대(달러환산)	55.7	49.5	250.2

## 국내 미술품 시장 ‘초호황’

### 투자 의견 ‘BUY’, 목표주가 18,000원으로 상향

서울옥션에 대해 투자 의견 ‘BUY’를 유지하고 목표주가는 18,000원으로 상향한다. 서울옥션 2021년 실적 추정치를 상향했으며 Target PER도 35배를 적용했다. 해외여행이 어려워진 상황 속 미술품 소비 증가, 재테크 수단으로 부각, 인테리어 수요 증가 등 복합적인 요인으로 미술 시장이 빠르게 회복하고 있다. 2월에 진행했던 서울옥션 국내 첫 메이저 경매도 낙찰총액 110억원, 낙찰률 90%로 좋은 실적을 달성했으며 최근에 진행하고 있는 온라인 경매도 평균 낙찰총액 규모가 7~8억원 수준으로 과거 1~2억원대비 커지고 있다. 이처럼 경매 실적이 예상보다 빠르게 올라오고 있는 점을 반영해 2021년 실적 추정치를 상향했으며 2021년 연간 영업이익은 101억원으로 전망한다. 경매 매출도 중요하지만 실제 실적 성장을 이끌 사업부문은 상품부문으로 서울옥션이 보유하고 있는 미술품 자산들의 개별 매각을 통한 외형 및 이익 확대이다. 현재 전방위적으로 미술품 가격이 상승하고 있는 만큼 상품 부문은 매출액 상방이 열려 있어 향후 미술 시장 성장세가 강해질수록 실적 기대감도 함께 높아질 것이다.

### 2021년 매출액 510억원과 영업이익 101억원으로 상향

서울옥션 2021년 실적은 매출액 510억원(+76.7%, YoY)과 영업이익 101억원(흑자전환)으로 전망한다. 1분기부터 눈에 띄는 실적 개선이 나타나면서 분기별로 갈수록 경매 횟수 증가 및 하반기 홍콩 경매 진행 등으로 모멘텀이 확대될 전망이다. 과거 미술시장은 소수 컬렉터를 중심으로 이루어졌다면 지금은 온라인 등을 통해 소비층이 다양해지고 있는 만큼 새로우면서도 지속적으로 성장할 수 있는 대중적인 시장으로 바뀌어가고 있다. 서울옥션은 국내 유일 미술경매 상장사이고 1등 업체로 우호적인 영업환경에 따른 수혜를 가장 크게 받을 수 밖에 없다. 현재 주가는 올해 예상실적 기준 PER 26배에 형성되어 있다. 2016년 미술시장 호황기에 서울옥션 시가총액이 4,000억원을 넘어섰고 현재 시장 상황을 고려 시 지속적인 주가 상승이 이어질 것으로 판단한다.

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

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	620	451	289	510
영업이익	88	-46	-4	101
지배순이익	73	-67	-27	80
PER	23.8	-18.8	-46.2	26.1
PBR	2.1	1.7	1.8	2.6
EV/EBITDA	22.6	-129.9	61.8	19.4
ROE	10.0	-9.2	-4.0	11.4

자료: 유안타증권

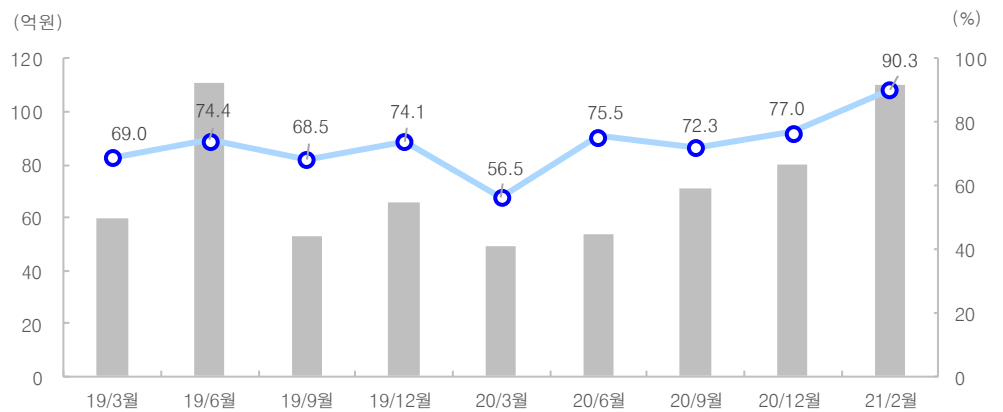
서울옥션 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	21.1QE	21.2QE	21.3QE	21.4QE	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>6.8</b>	<b>7.6</b>	<b>6.7</b>	<b>7.7</b>	<b>10.0</b>	<b>11.8</b>	<b>14.4</b>	<b>14.8</b>	<b>45.1</b>	<b>28.9</b>	<b>51.0</b>
증가율	-35.4%	-34.6%	-34.0%	-51.6%	46.1%	55.5%	114.3%	92.1%	-27.3%	-36.0%	76.7%
상품	4.9	4.8	2.3	4.6	5.2	6.8	9.1	9.9	25.1	16.7	31.0
경매 수수료	0.6	1.8	2.0	1.6	3.2	3.1	3.2	3.0	10.7	6.1	12.5
중개	0.5	0.6	1.9	0.5	1.0	1.3	1.5	1.6	4.7	3.5	5.4
기타	0.8	0.3	0.5	1.0	0.6	0.6	0.6	0.3	4.6	2.6	2.1
<b>영업이익</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>-4.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>10.1</b>
영업이익률	-18.6%	6.7%	16.2%	-8.9%	19.6%	19.7%	20.3%	19.5%	-10.2%	-1.2%	19.8%
<b>당기순이익</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>-8.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>8.0</b>
순이익률	-22.9%	-2.5%	7.0%	-18.3%	14.6%	15.5%	17.5%	14.8%	-19.4%	-9.2%	15.7%

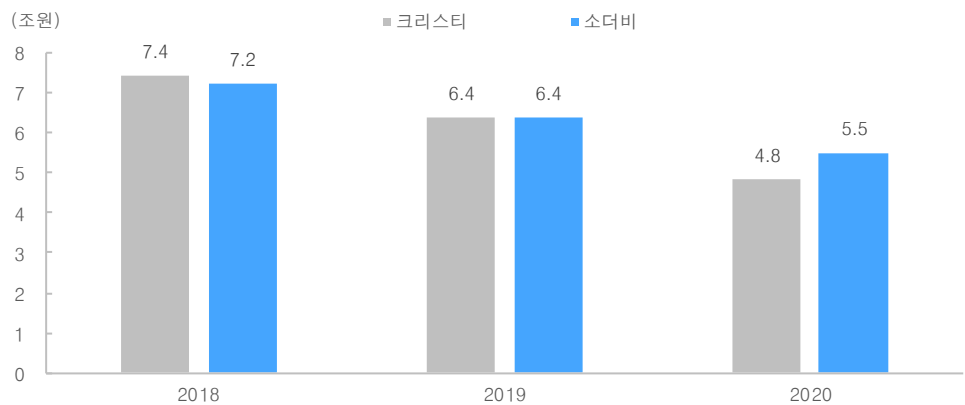
자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 국내 메이저 경매 낙찰총액 및 낙찰률 추이



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

소더비 vs 크리스티 연간 매출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

서울옥션 (063170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액	620	451	289	510	658
매출원가	367	278	178	275	351
매출총이익	253	173	111	235	307
판매비	166	219	115	134	167
영업이익	88	-46	-4	101	140
EBITDA	97	-14	31	139	174
영업외손익	-1	-31	-23	-21	-22
외환관련손익	-1	-1	0	0	0
이자손익	-14	-24	-25	-25	-25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	15	-7	2	4	4
법인세비용차감전순이익	87	-78	-27	80	118
법인세비용	16	10	0	0	15
계속사업순이익	71	-87	-27	80	103
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	-87	-27	80	103
지배지분순이익	73	-67	-27	80	103
포괄순이익	68	-85	-25	83	105
지배지분포괄이익	70	-64	-25	83	105

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-5	-11	4	168	18
당기순이익	71	-87	-27	80	103
감가상각비	7	30	31	33	30
외환손익	0	1	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-82	24	-14	39	-129
기타현금흐름	-1	22	14	15	14
투자활동 현금흐름	-87	-92	-9	-9	1
투자자산	0	0	11	11	11
유형자산 증가 (CAPEX)	-132	-55	0	0	0
유형자산 감소	60	0	0	0	0
기타현금흐름	-15	-37	-21	-21	-11
재무활동 현금흐름	116	56	-14	-14	-14
단기차입금	48	4	4	4	4
사채 및 장기차입금	16	86	0	0	0
자본	3	0	0	0	0
현금배당	-13	-16	0	0	0
기타현금흐름	62	-18	-18	-18	-18
연결범위변동 등 기타	0	5	-85	-100	-50
현금의 증감	24	-42	-104	44	-45
기초 현금	150	174	132	28	72
기말 현금	174	132	28	72	27
NOPLAT	88	-52	-4	101	140
FCF	-133	-50	16	178	27

자료: 유안타증권

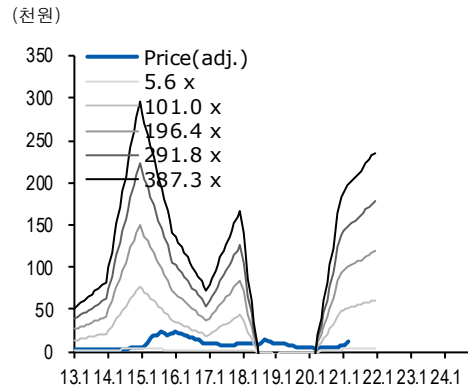
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
유동자산	1,433	1,075	1,054	1,130	1,285
현금및현금성자산	174	132	28	72	27
매출채권 및 기타채권	500	302	308	326	333
재고자산	619	571	649	663	855
비유동자산	620	653	667	679	634
유형자산	477	529	548	565	536
관계기업 등 지분관련자산	0	0	-11	-22	-33
기타투자자산	43	52	52	52	52
자산총계	2,053	1,728	1,721	1,809	1,919
유동부채	865	640	658	663	668
매입채무 및 기타채무	541	298	298	298	298
단기차입금	302	303	308	312	316
유동성장기부채	6	19	19	19	19
비유동부채	406	402	402	402	402
장기차입금	280	354	354	354	354
사채	11	0	0	0	0
부채총계	1,272	1,042	1,061	1,065	1,070
지배지분	759	686	661	743	849
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	389	389	389	389	389
이익잉여금	348	265	238	318	421
비지배지분	23	0	0	0	0
자본총계	781	686	661	743	849
순차입금	429	524	633	593	642
총차입금	695	702	706	711	715

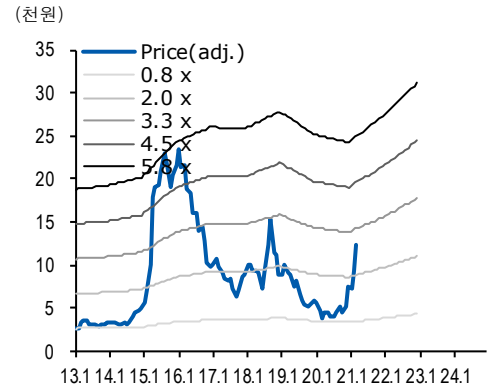
결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
EPS	432	-395	-161	475	609
BPS	4,807	4,344	4,187	4,711	5,378
EBITDAPS	572	-81	181	822	1,026
SPS	3,667	2,665	1,705	3,015	3,889
DPS	100	0	0	0	0
PER	23.8	-18.8	-46.2	26.1	20.4
PBR	2.1	1.7	1.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.6	-129.9	61.8	19.4	15.8
PSR	2.8	2.8	4.4	4.1	3.2

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	14.5	-27.3	-36.0	76.8	29.0
영업이익 증가율 (%)	37.3	적전	적지	흑전	38.0
지배순이익 증가율 (%)	134.6	적전	적지	흑전	28.1
매출총이익률 (%)	40.8	38.4	38.3	46.1	46.7
영업이익률 (%)	14.1	-10.3	-1.4	19.9	21.3
지배순이익률 (%)	11.8	-14.8	-9.4	15.8	15.6
EBITDA 마진 (%)	15.6	-3.0	10.6	27.3	26.4
ROIC	6.9	-4.7	-0.3	8.2	9.0
ROA	4.1	-3.5	-1.6	4.6	5.5
ROE	10.0	-9.2	-4.0	11.4	12.9
부채비율 (%)	162.8	152.0	160.6	143.3	126.1
순차입금/자기자본 (%)	56.5	76.4	95.7	79.7	75.6
영업이익/금융비용 (배)	5.9	-1.8	-0.2	3.9	5.4

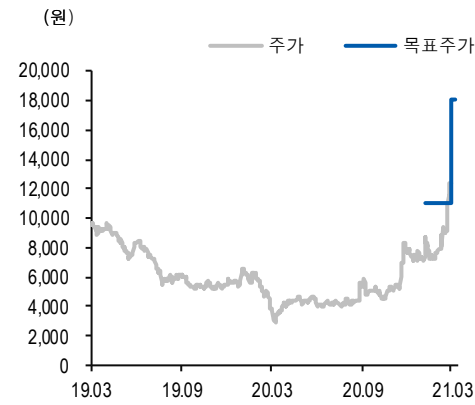
P/E band chart



P/B band chart



서울옥션 (063170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-16	BUY	18,000	1년		
2021-01-20	BUY	11,000	1년	-20.98	12.73
2020-12-07	Not Rated	-	1년		-
	담당자변경				
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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 선정시 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.