

# 서울옥션 (063170)

## 2021년 시작부터 좋다

스몰캡



안주원

02 3770 5587

joowon.ahn@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>11,000원 (M)</b>
현재주가 (2/23)	<b>8,800원</b>
상승여력	<b>25%</b>

시가총액	1,489억원
총발행주식수	16,917,500주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	704,560주
52주 고	8,800원
52주 저	2,930원
외인지분율	2.43%
주요주주	이호재 외 12 인 35.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.4	61.5	64.5
상대	10.3	50.6	17.3
절대(달러환산)	4.7	61.4	79.1

### 투자 의견 'BUY', 목표주가 11,000원 유지

- 서울옥션에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 11,000원 유지. 2021년 경매 횟수 최소 40회 이상 진행, 미술품 가격 상승 등으로 뚜렷한 실적 개선 나타날 것으로 예상하며 1분기부터 실적 턴어라운드 진행될 것으로 판단.
- 경매를 통해 현재 미술시장 분위기를 파악할 수 있으며 실적 레버리지를 이끌 사업부는 상품 매출액으로 서울옥션이 보유하고 있는 재고자산 판매를 통해 향후 전사 매출액과 영업이익 추가 확대 가능성 매우 높음.
- 현재 국내외 미술시장에서 화두인 온라인과 밀레니얼 컬렉터 유입으로 서울옥션도 수혜 받고 있는 중.

### 1Q21 Preview: 매출액 86억원과 영업이익 15억원 전망

- 서울옥션 2021년 1분기 예상 실적은 매출액 86억원(+25.6%, YoY)과 영업이익 15억원(흑자 전환, YoY)으로 추정. 1분기 예정 경매 횟수는 10회로 전년 동기 대비 대폭 증가(20.1Q 총 4회 진행). 2월 23일에 진행되는 2021년 국내 첫 메이저 경매 기대감 높음.
- 홍콩 전시 및 경매 장소 관련 임대료 비용 대폭 감소, 자회사들의 연결 손익 반영 제외(2019년 말) 등으로 비용 부담도 없어진 만큼 매출 확대에 따른 이익 증가 뚜렷할 전망.
- 또한 온라인 경매 강화하면서 출품되는 작품들의 금액대도 올라가고 있는 만큼 기존 온라인 경매에 대한 저가 작품 거래 인식은 없어질 것.

### 단색화 고가 작품 인기 유지, 신진 작가 작품 가격 상승률 높아

- 미술시장 참여자들이 많아지고 젊은 층들의 수요가 늘어나면서 다양한 영역에서의 미술품 가격이 상승 중. 2014~2017년 유행했던 단색화는 소수 작가들을 중심으로 높은 가격대에서 거래되고 있으며 최근에는 신진작가들의 작품이 최고가를 갱신하며 입찰 경쟁이 높아지고 있음.
- 서울옥션 2021년 실적 추정치 기준 대비 상향(21년 기준 영업이익 추정치 73억원 → 변경 84억원, 기존 당기 순이익 추정치 55억원 → 변경 61억원). 우호적인 영업환경 조성으로 수익성 높은 상품 매출액이 증가함에 따라 원가율 개선 빠르게 이루어질 것으로 판단.

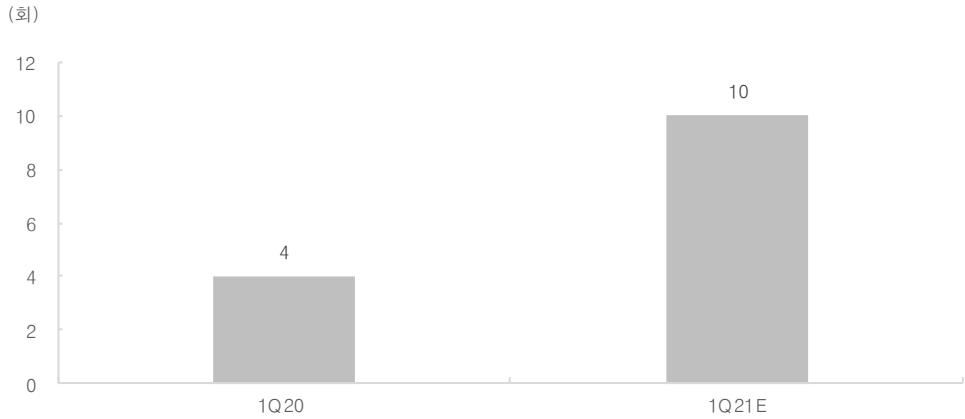
### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	620	451	289	487
영업이익	88	-46	-4	84
지배순이익	73	-67	-27	61
PER	23.8	-18.8	-46.2	21.8
PBR	2.1	1.7	1.8	1.7
EV/EBITDA	22.6	-129.9	61.8	15.7
ROE	10.0	-9.2	-4.0	8.8

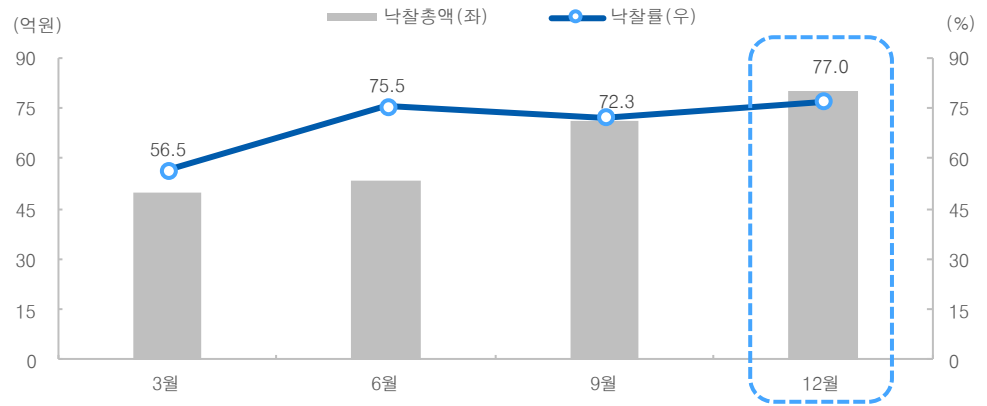
자료: 유안타증권

21년 1분기 VS 20년 1분기 경매 횟수 비교



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 국내 메이저 경매 낙찰총액과 낙찰률



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

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>8.6</b>	<b>11.2</b>	<b>14.4</b>	<b>14.5</b>	<b>45.1</b>	<b>28.9</b>	<b>48.7</b>
증가율	-35.4%	-34.6%	-34.0%	-51.6%	25.6%	47.6%	114.3%	88.2%	-27.3%	-36.0%	78.2%
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	1.8	2.5	3.2	2.7	10.7	6.1	10.2
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>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>-4.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>8.4</b>
영업이익률	-18.6%	6.7%	16.2%	-8.9%	17.9%	17.3%	17.8%	16.1%	-10.2%	-1.2%	17.2%
<b>당기순이익</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>-8.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>6.1</b>
순이익률	-22.9%	-2.5%	7.0%	-18.3%	12.1%	11.9%	13.6%	12.0%	-19.4%	-9.2%	12.5%

자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 (063170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	620	451	289	487	611
매출원가	367	278	178	273	342
매출총이익	253	173	111	214	269
판매비	166	219	115	130	163
영업이익	88	-46	-4	84	106
EBITDA	97	-14	31	122	140
영업외손익	-1	-31	-23	-23	-23
외환관련손익	-1	-1	0	0	0
이자손익	-14	-24	-25	-24	-25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	15	-7	2	2	2
법인세비용차감전순이익	87	-78	-27	61	83
법인세비용	16	10	0	0	11
계속사업순이익	71	-87	-27	61	72
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	-87	-27	61	72
지배지분순이익	73	-67	-27	61	72
포괄순이익	68	-85	-25	63	74
지배지분포괄이익	70	-64	-25	63	74

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-5	-11	4	182	21
당기순이익	71	-87	-27	61	72
감가상각비	7	30	31	33	30
외환손익	0	1	0	0	0
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-82	24	-14	73	-95
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	59	-42
기초 현금	150	174	132	28	86
기말 현금	174	132	28	86	44
NOPLAT	88	-52	-4	84	106
FCF	-133	-50	16	194	31

자료: 유안타증권

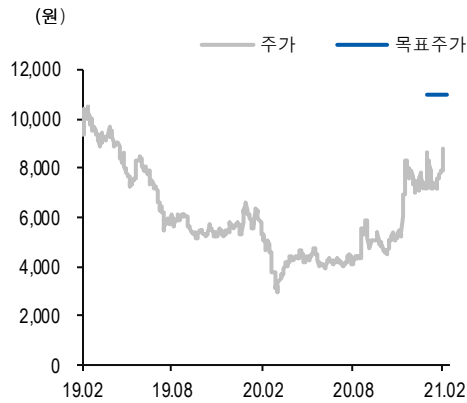
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,433	1,075	1,054	1,111	1,234
현금및현금성자산	174	132	28	86	44
매출채권 및 기타채권	500	302	308	322	327
재고자산	619	571	649	633	794
비유동자산	620	653	667	679	634
유형자산	477	529	548	565	536
관계기업등 지분관련자산	0	0	-11	-22	-33
기타투자자산	43	52	52	52	52
자산총계	2,053	1,728	1,721	1,789	1,868
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	724	798
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	389	389	389	389	389
이익잉여금	348	265	238	299	371
비지배지분	23	0	0	0	0
자본총계	781	686	661	724	798
순차입금	429	524	633	578	625
총차입금	695	702	706	711	715

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	432	-395	-161	361	425
BPS	4,807	4,344	4,187	4,589	5,059
EBITDAPS	572	-81	181	719	825
SPS	3,667	2,665	1,705	2,879	3,612
DPS	100	0	0	0	0
PER	23.8	-18.8	-46.2	24.4	20.7
PBR	2.1	1.7	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	22.6	-129.9	61.8	15.7	14.0
PSR	2.8	2.8	4.4	2.7	2.2

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	14.5	-27.3	-36.0	68.8	25.5
영업이익 증가율 (%)	37.3	적전	적지	흑전	26.2
지배순이익 증가율 (%)	134.6	적전	적지	흑전	17.6
매출총이익률 (%)	40.8	38.4	38.3	43.9	44.0
영업이익률 (%)	14.1	-10.3	-1.4	17.2	17.3
지배순이익률 (%)	11.8	-14.8	-9.4	12.5	11.8
EBITDA 마진 (%)	15.6	-3.0	10.6	25.0	22.8
ROIC	6.9	-4.7	-0.3	6.9	7.1
ROA	4.1	-3.5	-1.6	3.5	3.9
ROE	10.0	-9.2	-4.0	8.8	9.4
부채비율 (%)	162.8	152.0	160.6	147.1	134.0
순차입금/자기자본 (%)	56.5	76.4	95.7	79.9	78.3
영업이익/금융비용 (배)	5.9	-1.8	-0.2	3.3	4.1

서울옥션 (063170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-24	BUY	11,000	1년		
2021-01-20	BUY	11,000	1년		
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(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-21

※ 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.