

서울옥션 (063170)

9월 국내 정기경매 결과 맑음



스몰캡 김재윤
jy.kim@ktb.co.kr

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	18,000	15,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (9/13)	13,550원
예상 주가상승률	32.8%
시가총액	2,292억원
비중(KOSDAQ내)	0.08%
발행주식수	16,918천주
52주 최저가 / 최고가	5,930 - 13,550원
3개월 일평균거래대금	27억원
외국인 지분율	13.2%
주요주주지분율(%)	
이호재 (외 11인)	34.9
삼성자산운용	5.2
서울옥션 자사주	5.0

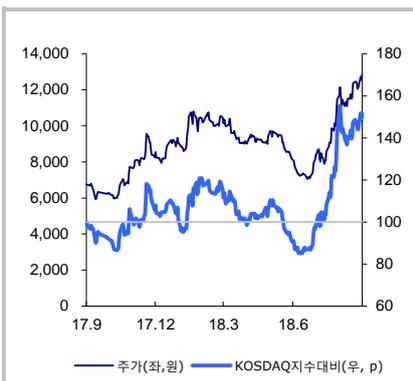
Valuation wide

	2017	2018	2019E
PER(배)	48.1	22.0	16.2
PBR(배)	2.2	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	26.1	18.5	13.2
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	15.8	33.5	100.4	52.8
KOSDAQ대비상대수익률(%)	5.8	39.7	74.4	48.7

Price Trend



▶ Issue

9/12 개최된 149회 정기 미술품 경매 체크

▶ Pitch

동사는 제 149회 정기 미술품 경매에서 낙찰총액 74억원, 낙찰률 73% 기록하며 16~17년 대비 개선된 국내 미술품 경매 시장 분위기를 대변. 고미술품도 낙찰총액 14억원, 낙찰률 73% 기록하며 미술품 시장의 새로운 트렌드로 부각

▶ Rationale

- 서울옥션에 대해 투자 의견 BUY 유지, 목표주가는 18,000원으로 상향. 목표주가 상향은 동사 낙찰총액 증가와 신규 사업 효과가 2019년부터 본격적으로 반영됨에 따라, 목표주가 산출에 2019년 예상 EPS를 적용함에 따른 것

- 동사는 9/12 제 149회 정기 미술품 경매를 개최. 약 100억원 가량의 미술품이 출품되었으며 낙찰총액 74억원, 낙찰률 73%를 기록. 이번 경매에서 70% 이상의 낙찰률을 기록하며, 국내 미술품 경매시장이 부진했던 16~17년 대비 확실한 턴어라운드 기록한 것을 확인

- 특히, 김환기의 구상화 '산' 이 22억원에 낙찰되며 단색화 뿐 아니라 구상화의 가치도 17년 이후 꾸준히 상승 중인 것으로 확인. 또한 유명국의 1976년 작 'work' 가 시작가의 4배 수준으로 낙찰되며 새롭게 조명

- 이는 15년 이후 진행되고 있는 국내 단색화의 작품가치 폭등 이후, 국내 작품 가치 상승이 타 장르로 확산되고 있다는 점에서 큰 의미가 있음. 전반적인 국내 작품의 가치 상승은 향후 동사의 홍콩 경매 실적 성장으로 직결될 것

- 또한 고미술품이 낙찰총액 14억원, 낙찰률 73%를 기록하며 미술품 시장의 새로운 트렌드로 부각. 특히, '금동삼존여래좌상 53불' 이 5억원에 낙찰되며 한국 고미술품의 관심도 증가를 확인

- 한국 고미술품에 대한 관심 증가는 글로벌 미술품 시장에서 시작되고 있음.

2014년 이후 연간 2,000건 이상의 한국 고미술품이 글로벌 경매 시장에서 거래되고 있으며, 5월 동사의 홍콩경매에서 '달항아리' 가 25억원에 낙찰. 또한 크리스티는 자사의 4월 뉴욕 경매에서 한국 고미술품 특집전을 개최

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	24	55	51	54	73	90	104
영업이익	5	15	10	6	13	18	22
EBITDA	5	15	10	7	14	19	23
순이익	4	13	7	3	9	13	16
자산총계	82	126	132	154	168	185	205
자본총계	56	67	73	72	81	94	110
순차입금	(8)	14	20	36	37	26	8
매출액증가율	(53.2)	130.1	(7.1)	6.5	35.5	22.9	15.7
영업이익률	21.5	27.6	19.0	11.8	18.3	20.1	21.1
순이익률	15.1	23.6	13.0	5.6	12.3	13.9	15.0
EPS증가율	(41.6)	260.5	(52.5)	(49.3)	234.8	35.9	24.7
ROE	6.6	21.0	9.5	4.3	12.1	14.7	15.6

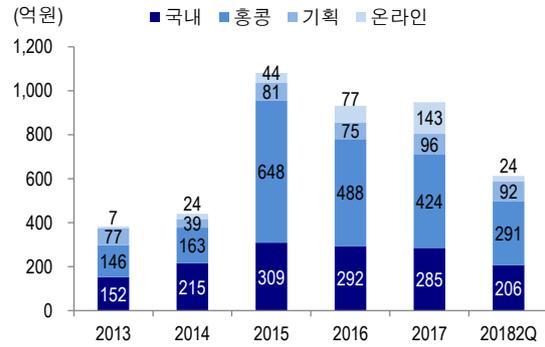


Fig. 01: 서울옥션 매출액 및 영업이익 추이



Source: 서울옥션, KTB투자증권

Fig. 02: 서울옥션 경매 낙찰 총액



Source: 서울옥션, KTB투자증권

Fig. 03: 국내 고미술품 국외 경매시장 출품 현황

연도	국가	경매소	문화재
2014년	18	220	2,732
2015년	19	330	3,432
2016년	19	322	2,823
2017년	21	292	2,934

Source: 문화재청, KTB투자증권

Fig. 04: 서울옥션 분기실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	12.2	23.5	11.3	26.4	20.8	23.6	20.7	25.2	23.6	28.4	24.0	28.4
서울옥션(별도)	6.7	8.7	4.4	11.0	7.7	9.8	6.9	10.4	8.7	12.6	9.1	11.4
홍콩법인	2.0	6.2	0.4	9.3	5.4	5.9	6.4	6.7	6.0	6.8	7.0	7.5
서울옥션 블루	3.5	4.5	3.3	3.7	4.4	5.1	3.6	4.3	5.1	5.9	3.9	4.9
Print Bakery	2.6	2.7	3.0	3.6	3.6	3.6	4.3	4.3	4.3	4.7	5.0	5.0
기타	1.1	0.7	0.7	0.7	1.2	0.7	0.7	0.7	1.3	0.8	0.8	0.8
연결조정	3.6	-0.7	0.4	1.8	1.5	1.6	1.3	1.2	1.8	2.3	1.9	1.3
영업이익	1.2	5.2	0.7	6.2	4.2	5.0	4.0	5.0	5.0	6.5	4.8	5.8
OPM(%)	9.9	22.3	6.4	23.7	20.3	21.1	19.2	19.8	21.0	23.0	19.8	20.3

Source: 서울옥션, KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	107.5	101.2	110.9	124.6	140.7
현금성자산	9.8	19.4	17.1	26.5	39.7
매출채권	38.0	25.0	35.0	38.5	40.2
재고자산	54.7	54.0	56.1	56.8	58.0
비유동자산	24.0	53.2	56.8	60.8	64.2
투자자산	8.3	13.4	13.9	14.4	15.0
유형자산	13.9	38.3	41.7	45.2	48.2
무형자산	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0
자산총계	131.6	154.3	167.7	185.4	204.9
유동부채	54.7	55.3	53.8	59.1	63.7
매입채무	22.1	22.8	29.1	35.4	43.0
유동성이자부채	27.1	29.7	22.0	21.0	18.0
비유동부채	4.2	26.8	32.9	32.4	31.0
비유동이자부채	3.0	25.7	31.7	31.2	29.7
부채총계	59.0	82.1	86.7	91.5	94.7
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	38.9	38.9	38.9	38.9	38.9
이익잉여금	27.6	29.2	38.4	51.2	67.5
자본조정	(3.5)	(6.2)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
자기주식	(3.8)	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
자본총계	72.6	72.3	81.1	93.9	110.2
투하자본	92.5	105.0	114.2	115.9	114.4
순차입금	20.2	36.0	36.6	25.6	7.9
ROA	5.2	2.1	5.6	7.1	8.0
ROE	9.5	4.3	12.1	14.7	15.6
ROIC	8.6	4.8	9.8	12.3	14.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	1.9	14.5	4.9	17.4	23.6
당기순이익	6.6	3.1	9.1	12.6	15.7
자산상각비	0.5	0.8	1.0	1.1	1.2
운전자본증감	(3.5)	10.1	(6.8)	2.1	4.7
매출채권감소(증가)	(1.5)	10.3	(2.6)	(3.5)	(1.7)
재고자산감소(증가)	(3.6)	0.2	(2.1)	(0.7)	(1.2)
매입채무증가(감소)	(2.2)	3.5	(2.1)	6.3	7.6
투자현금	(3.2)	(29.0)	(4.7)	(5.2)	(4.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
장기투자증권감소	(0.0)	(3.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(1.7)	(25.0)	(4.2)	(4.5)	(4.0)
유무형자산감소	(0.7)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	2.8	22.7	(1.7)	(2.9)	(5.9)
차입금증가	4.9	25.2	(2.0)	(1.5)	(4.5)
자본증가	(1.0)	(0.7)	(1.0)	(1.4)	(1.4)
배당금지급	1.6	1.6	1.3	1.4	1.4
현금증감	1.7	7.8	(1.5)	9.3	13.0
총현금흐름(Gross CF)	9.5	6.9	11.8	15.3	18.9
(-) 운전자본증가(감소)	8.7	(13.9)	5.8	(2.1)	(4.7)
(-) 설비투자	1.7	25.0	4.2	4.5	4.0
(+) 자산매각	(0.7)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	2.8	(12.0)	0.3	12.2	18.8
(-) 기타투자	0.0	3.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	2.8	(15.0)	0.2	12.0	18.7

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	50.9	54.2	73.4	90.2	104.4
증가율 (Y-Y,%)	(7.1)	6.5	35.5	22.9	15.7
영업이익	9.6	6.4	13.4	18.1	22.0
증가율 (Y-Y,%)	(36.0)	(33.9)	110.1	35.4	21.4
EBITDA	10.1	7.1	14.4	19.3	23.2
영업외손익	(1.1)	(2.3)	(2.2)	(2.0)	(1.9)
순이자수익	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(1.2)	(1.1)
외화관련손익	(0.1)	(0.5)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.5	4.1	11.3	16.1	20.1
당기순이익	6.6	3.1	9.1	12.6	15.7
지배기업당기순이익	6.1	3.1	10.4	14.2	17.7
증가율 (Y-Y,%)	(48.8)	(53.9)	196.3	38.8	24.7
NOPLAT	7.5	4.8	10.8	14.2	17.2
(+) Dep	0.5	0.8	1.0	1.1	1.2
(-) 운전자본투자	8.7	(13.9)	5.8	(2.1)	(4.7)
(-) Capex	1.7	25.0	4.2	4.5	4.0
OpFCF	(2.3)	(5.6)	1.8	12.8	19.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	50.6	31.6	10.3	21.1	24.5
영업이익증가율(3Yr)	46.8	7.7	(3.9)	23.4	51.1
EBITDA증가율(3Yr)	43.3	9.8	(2.2)	23.8	48.1
순이익증가율(3Yr)	45.6	(5.2)	(11.2)	23.8	72.4
영업이익률(%)	19.0	11.8	18.3	20.1	21.1
EBITDA마진(%)	19.9	13.2	19.6	21.3	22.2
순이익률(%)	13.0	5.6	12.3	13.9	15.0

주요투자지표

(단위:원,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	363	184	617	838	1,045
BPS	4,120	4,076	4,606	5,373	6,346
DPS	100	80	80	80	80
Multiples(x, %)					
PER	26.8	48.1	22.0	16.2	13.0
PBR	2.4	2.2	2.9	2.5	2.1
EV/ EBITDA	18.3	26.1	18.5	13.2	10.2
배당수익률	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
PCR	17.4	21.8	19.4	14.9	12.1
PSR	3.2	2.8	3.1	2.5	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	81.2	113.5	106.9	97.4	85.9
Net debt/Equity	27.9	49.9	45.1	27.3	7.2
Net debt/EBITDA	199.6	505.3	253.8	132.9	34.3
유동비율	196.6	183.0	206.2	210.9	220.7
이자보상배율	11.1	6.2	10.5	15.5	20.7
이자비용/매출액	1.7	2.0	1.8	1.4	1.1
자산구조					
투하자본(%)	83.6	76.2	78.7	73.9	67.6
현금+투자자산(%)	16.4	23.8	21.3	26.1	32.4
자본구조					
차입금(%)	29.3	43.4	39.8	35.7	30.2
자기자본(%)	70.7	56.6	60.2	64.3	69.8



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	85%	HOLD :	15%	SELL :	0%
-------	-----	--------	-----	--------	----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

서울옥션 (063170)



일자	커버리지	2018.07.16	2018.08.08	2018.09.14
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가		12,000원	15,000원	18,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2018.07.16	12,000원	10,509원	12,850원	-12.43	7.08
괴리율	2018.08.08	15,000원	11,713원	12,850원	-21.91	-14.33

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2018년 9월 13일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사는 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.