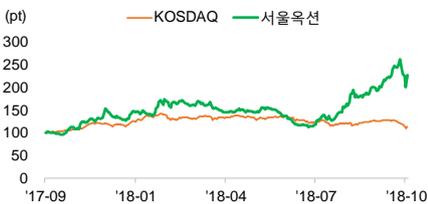


실적은 홍콩이 끌고, 국내가 당긴다

BUY(신규)

목표주가	21,000 원		
현재주가	14,150 원		
목표수익률	48.4 %		
Key Data	2018년 10월 12일		
산업분류	코스닥 유통		
KOSDAQ (pt)	731.50		
시가총액 (억원)	2,394		
발행주식수 (백만주)	17		
외국인 지분율 (%)	18.7		
52 주 고가 (원)	16,350		
저가 (원)	5,970		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	4.4		
주요주주	(%)		
이호재외11인	34.9		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	10.1	56.9	125.0
상대주가	24.4	89.0	105.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 목표주가 21,000원 제시

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 21,000 원 제시. 목표가는 12M Fwd EPS 684 원에 Target PER 30.7 배 적용. Target Valuation 은 동사의 최근 5 년간 Valuation Multiple Band 의 평균값 적용.

동사에 대한 긍정적 시각은 ① **글로벌 미술품 시장 대한 적극적 대응**. SA+ 설립, 홍콩 경매시장의 호황과 국내 작가의 글로벌 인지도 상승으로 낙찰금액 상승세.

② **국내 미술품 시장의 성장기 진입**. '단색화' 작품가치 상승에 이어 '구상화'도 부상. 고미술품의 희소성 및 작품성 재평가, 온라인 경매의 성장, 서울에 이어 부산, 대구 등 지방 대도시 미술품 수요 증가세.

③ **자회사의 턴어라운드**. 'SEOUL AUCTION HONG KONG(SA+,지분율 100%)', '서울옥션블루(지분율 50%)', '프린트 베이커리(지분율 38%)'의 성장 가속화.

2. 실적전망 및 투자포인트

동사의 '18년 예상실적은 매출액 725 억원(YoY+33.9%), 영업이익 139 억원(YoY+117.1%), 당기순이익 101 억원(YoY+229.0%) 전망.

3분기 예상실적은 매출액 109 억원(YoY-23.8%,QoQ-53.6%), 영업이익 16 억원(YoY+134.7%,QoQ-68.7%) 전망. 3분기는 전통적 비수기. 2,4분기가 성수기. 3분기를 저점으로 4분기 사상 최고 실적 기대. 11월 홍콩경매, 12월 국내 경매에서 올해 최대규모의 미술품이 출품될 예정이기 때문. '18년 낙찰금액도 '15년 사상 최대액(낙찰금액 1,081 억원)을 경신할 것으로 전망.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	548	509	542	725	842
영업이익	억원	151	96	64	139	170
세전이익	억원	152	85	41	125	157
순이익	억원	129	66	31	101	122
지배순이익	억원	129	61	31	96	122
PER	배	28.39	26.84	48.14	24.86	19.58
PBR	배	5.46	2.31	2.13	3.03	2.63
EV/EBITDA	배	25.10	18.42	26.06	18.80	15.61

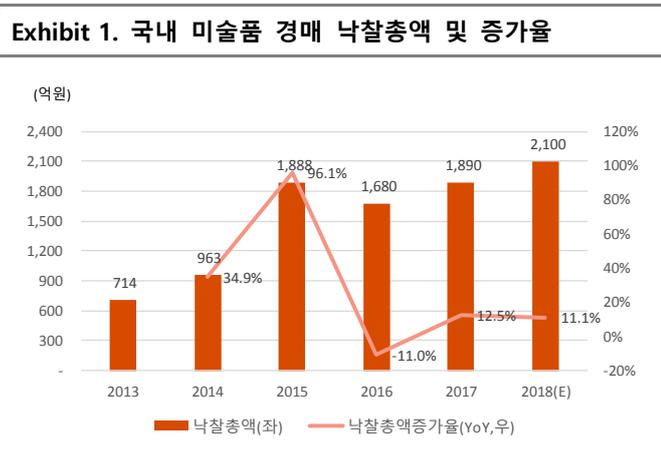
3. 국내 미술품 경매시장의 규모 및 특징

국내 미술품 경매시장 낙찰총액은 '17년 기준 1,890 억원. 꾸준히 성장 중이던 국내 경매시장은 '16년 하반기~'17년 상반기 불안정한 정치, 사회적 환경과 천경자의 '미인도' 위작 논란 등으로 위축되었으나, '17년 하반기 회복 추세로 전환. '18년 경매시장은 2,100 억원 규모의 시장을 형성할 전망.

국내 작가들의 해외시장에서 인지도 상승으로 작품 가격 상승은 지속. '18년 5월 동사의 홍콩 경매에서 김환기 작가의 '붉은 점화(원제: 3-II-72#220)'가 85.3 억원으로 최고가 낙찰 기록. 향후 100 억원을 상회하는 작품들도 등장할 것으로 기대.

국내 미술품 경매시장의 주요 특징은 ① '단색화' 작품가치 상승에 이어 '구상화'도 부상. ② 고미술품의 희소성 및 작품성 재평가, ③ 온라인 경매의 성장, ④ 서울에 이어 부산, 대구 등 지방 대도시 미술품 수요 증가세.

미술품 경매시장은 동사와 K 옥션이 과점적 지위를 형성. 국내 작품들의 해외 인지도 상승으로 작품 가격 상승과 탄탄한 국내 경매 참여자를 바탕으로 안정적 성장 기대.

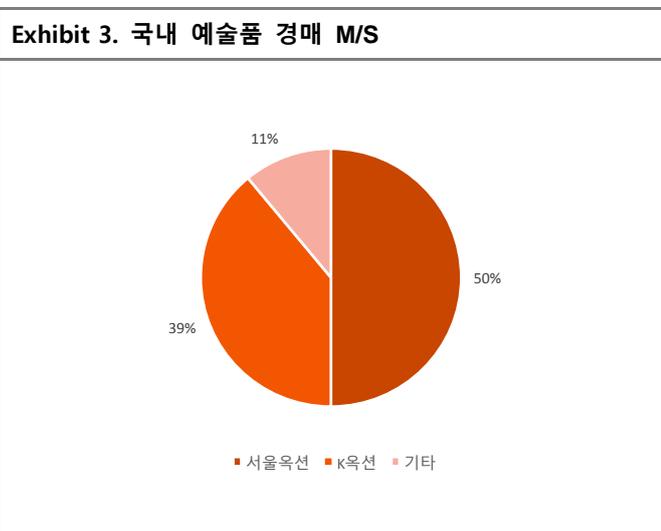


Source: (사)한국미술사가감정협회, Company Data, Leading Research

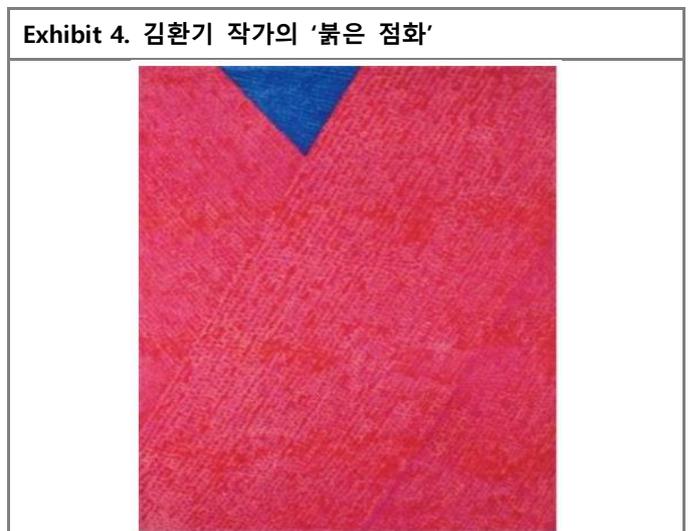
Exhibit 2. '17년 기준 작가 거래금액 top 10

순위	작가명	낙찰총액(억원)	출품수(개)	낙찰수(개)	낙찰률(%)
1	김환기	254	164	125	76.2
2	쿠사마 아요미	160	195	176	90.3
3	이우환	136	100	77	77
4	정상화	59	50	35	70
5	박서보	53	78	53	67.9
6	천경자	53	143	107	74.8
7	마르크사갈	41	73	40	54.8
8	무라카미 디카시	34	139	121	87.1
9	김창열	33	101	84	83.2
10	장욱진	30	91	69	75.8

Source: 한국미술사가감정협회, Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: 언론사, Company Data, Leading Research Center

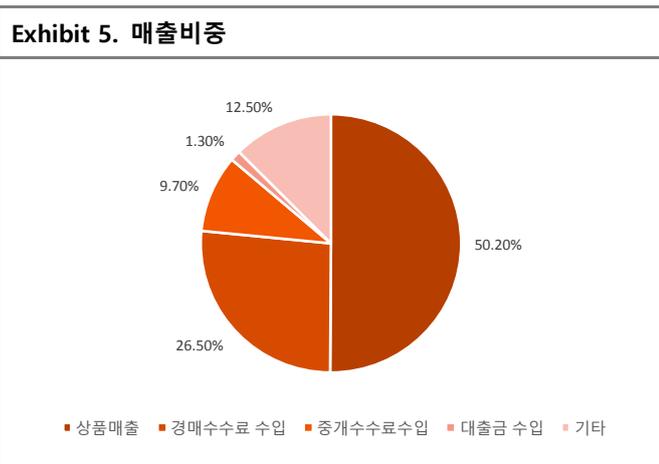
4. 서울옥션, 홍콩이 끌고, 국내가 밀고

동사는 **미술품 경매 및 중개가 주사업**. 경매는 분기별 1 회의 '메인 경매'와 연간 3 회 이상의 소규모 '기획경매'가 주요 행사. 온라인 경매는 월 2 회이상 진행. 홍콩은 메인 경매 연간 2 회와 기획경매 연간 2 회로 연간 총 4 회가 기획. **경매시장은 통상 2 분기, 4 분기가 최대 성수기**. 국내 경매는 10 월 완공하는 강남 신사옥에서 계획. 12 월 올해 최대 규모의 경매를 시작으로 국내 경매 진행 예정.

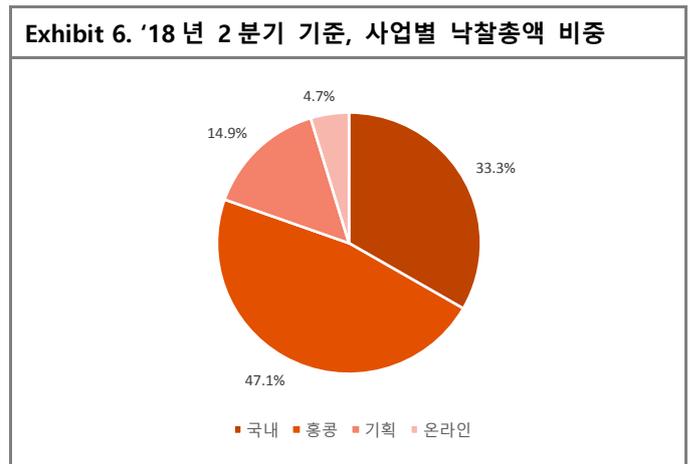
매출은 미술품 판매 후 판매대금을 수령하는 '상품매출('18 년 2Q 기준 매출비중 50.2%)'과 '경매수수료 수입(26.5%)', '중개수수료 수입(9.7%)', '대출금수입(1.3%)'으로 구분. '경매수수료 수입'은 경매 낙찰자가 낙찰가 3 억원 이하인 경우 7 일 이내 완납한 금액. 낙찰가가 3 억원 이상일 경우 7 일 이내 30%를 선납하고, 21 일 이내 완납.

'18 년 상반기 기준 낙찰총액은 국내경매 206 억원(비중 33.3%), 홍콩경매 291 억원(47.1%), 기획경매 92 억원(비중 14.9%), 온라인 경매 29 억원(비중 4.7%). **국내경매 낙찰총액은 지난 '15 년 사상 최고액 309 억원을 상회할 것으로 전망**. 홍콩도 '15 년 최고액 648 억원을 상회할 것으로 예상.

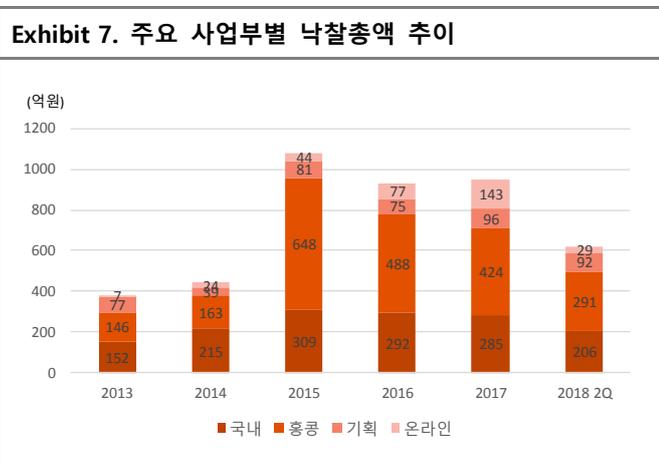
평균 경매 낙찰률은 70~80%선. 최근 경매시장은 낙찰률 보다 작품의 가격이 상승이 전반적 흐름을 주도.



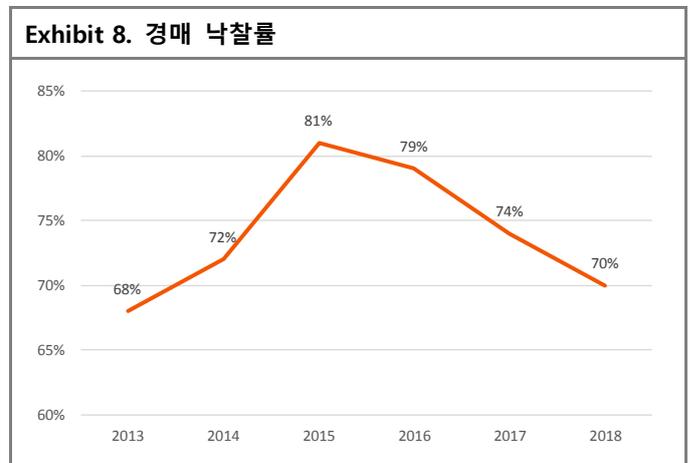
Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



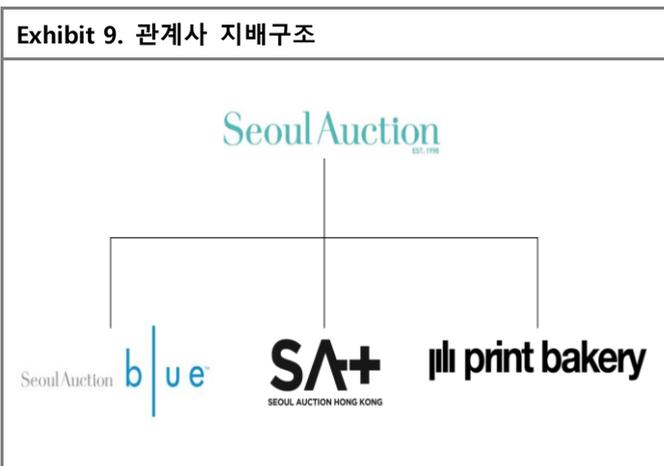
Source: Company Data, Leading Research Center

자회사인 'SEOUL AUCTION HONG KONG(SA+,지분율 100%)'는 홍콩 센트럴 지역에서 상설 전시장 운영. 미술품 전시 및 프라이빗세일, 기획경매 등 운영. 지난 2월 8일 홍콩센트럴에 프라이빗 세일즈 전시장 SA+ 오픈. 전시판매와 경매 진행. SA+를 통해 아시아 및 글로벌 확장의 허브로 활용. 궁극적으로 중국 진출의 교두보 역할을 기대.

특히 지난 10월 1일 제 26회 홍콩 미술품 경매에서 170억원 규모의 미술품을 출품하여, 낙찰총액 160억원, 낙찰률 83% 달성. 연말 200억원 이상의 올해 최대 규모의 메인 경매가 예정되어 있다는 점에서 실적 성장 기대감 상승. 지난 상반기 기준 낙찰총액은 291억원. 1분기 100억원, 2분기 191억원 달성. 11월 메인 경매에 따라 지난 '15년 낙찰총액 648억원을 상회할 것으로 기대.

'서울옥션블루(지분율 50%)'는 해외 경매 대행 서비스 시행. 해외 대형 경매사의 오프라인 경매 데이터를 고객에게 제공하고, 응찰에서부터 배송까지 중개인 역할 담당. 온라인 스토어를 통해 아트토이, 피규어, 명품, 앤틱 가구 등 판매.

'프린트 베이커리(지분율 38%)'는 유명작자 작품을 Limited Edition 으로 제작해 오프라인 매장에서 판매. 현재 서울 2개, 경기 3개, 부산 1개 매장 보유. '18년 1분기 흑자전환 후 안착. 향후 4~5개 매장 확대로 성장 가속화 계획.



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. '서울옥션블루'의 해외 경매 대행 사업

001	002	003	004	005
Angelo Lelii TABLE LAMP, MODEL NO. 12405	Jules Wabbes COAT RACK	Junzo Sakakura PAIR OF LOUNGE CHAIRS, M...	Mårta Måås-Fjetter... "NYFONBLOMMAN" RUG	Gabriella Crespi "OVALE" BOWL FROM THE "PLU...
circa 1950 brass, painted metal, rubber 28.5 cm (11.24 in.)	circa 1951 galvanized, brass 138 x 133 x 33 cm (54 x 52.38 x 13.0 in.)	designed 1957 oak laminated plywood with fabric upholstery each 84.5 x 56 x 69 cm (33.28 x 22 x 27.18 in.)	designed 1933, executed 1949 hand woven wool on a wool warp 400 x 296.7 cm (157.47 x 116.84 ft)	circa 1979 brass, wood, Formica 81.5 x 129.5 x 41.5 cm (32.18 x 51.02 x 16.34 in.)
추정가 : 1,000 - 1,500 GBP	추정가 : 1,000 - 3,000 GBP	추정가 : 8,000 - 12,000 GBP	추정가 : 10,000 - 15,000 GBP	추정가 : 30,000 - 50,000 GBP

Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. 제 26회 홍콩 미술품 경매, 주요 출품작

LOT. 26	LOT. 29	LOT. 31
김환기 1913-1974 27-XI-71 #211 oil on cotton 176.3x126.3cm 1971 signed, titled and dated on the reverse 추정가 별도문의	야요이 쿠사미 1929 Pumpkin acrylic on canvas 60.7x72.9cm (20") 1992 signed, titled "かぼち" and dated on the reverse this work is accompanied with a registration card issued by the artist's studio HKD 12,000,000 - 18,000,000	루이스 부르주아 1911-2010 Quarantania 68.5x68.5x204.5(cm) executed 1947-53, casted in 1983 추정가 별도문의

Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 매출액 및 매출액성장률



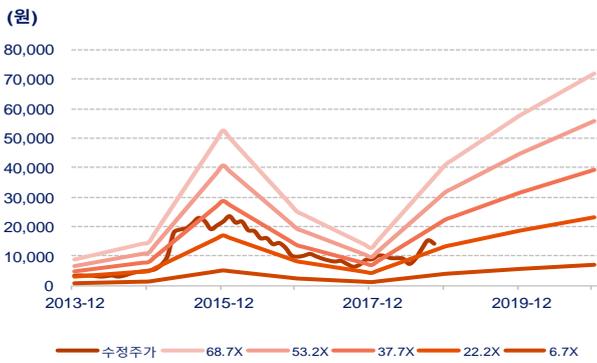
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 영업이익성장률



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,316	1,543	1,672	1,844	2,035
유동자산	1,075	1,012	1,055	1,164	1,284
현금및현금성자산	71	150	142	157	173
단기금융자산	27	45	48	53	58
매출채권및기타채권	382	250	247	273	301
재고자산	547	540	592	653	720
비유동자산	240	532	616	680	750
장기금융자산	7	40	44	48	53
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	139	383	459	506	559
무형자산	18	14	14	16	17
부채총계	590	821	855	908	952
유동부채	547	553	513	566	625
단기차입부채	271	297	233	257	284
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	265	247	266	294	324
비유동부채	42	268	341	342	327
장기차입부채	30	229	313	345	381
기타장기금융부채	0	28	30	33	36
자본총계*	726	723	817	936	1,083
지배주주지분*	715	704	791	910	1,056
비지배주주지분	11	19	26	26	26

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	509	542	725	842	934
매출원가	320	361	416	488	539
매출총이익	188	181	310	354	395
판매비와관리비	92	117	171	184	189
영업이익	96	64	139	170	207
EBITDA	101	71	147	180	218
비영업손익	-11	-23	-13	-13	-15
이자수익	0	0	1	1	2
이자비용	9	11	11	10	11
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-1	-5	-4	-5	-6
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-1	-8	1	1	1
세전계속사업이익	85	41	125	157	192
법인세비용	19	10	25	34	42
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	66	31	101	122	150
지배주주순이익*	61	31	96	122	150
비지배주주순이익	5	-1	4	0	0
기타포괄손익	5	-8	3	9	9
총포괄손익	71	22	104	132	159

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	19	145	71	32	35
당기순이익	66	31	101	122	150
현금유입(유출)이없는수익(비용)	29	38	57	59	69
자산상각비	5	8	9	10	11
영업자산부채변동	-35	101	-59	-106	-132
매출채권및기타채권감소(증가)	-18	71	2	-26	-28
재고자산감소(증가)	-36	2	-50	-61	-67
매입채무및기타채무증가(감소)	-10	14	13	28	30
투자활동현금흐름	-32	-290	-89	-69	-76
투자활동현금유입액	1	4	5	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	33	294	94	69	76
유형자산	17	250	83	56	61
무형자산	7	0	2	4	4
재무활동현금흐름	28	227	13	56	62
재무활동현금유입액	55	265	100	69	75
단기차입부채	30	11	11	24	27
장기차입부채	19	245	80	32	36
재무활동현금유출액	10	22	74	0	0
단기차입부채	0	4	74	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-2	-5	-6
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	2	-4	-1	0	0
현금변동	17	78	-8	15	16
기초현금	54	71	150	142	157
기말현금	71	150	141	157	173

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	363	184	569	723	885
BPS*	4,228	4,161	4,675	5,379	6,245
CFPS	111	859	418	191	209
SPS	3,006	3,202	4,286	4,977	5,521
EBITDAPS	599	422	872	1,065	1,288
DPS (보통,현금)	100	80	75	75	75
배당수익률 (보통,현금)	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
배당성향 (보통,현금)	26.0	40.5	13.1	10.3	8.4
PER*	26.8	48.1	24.9	19.6	16.0
PBR*	2.3	2.1	3.0	2.6	2.3
PCFR	88.2	10.3	33.8	74.0	67.6
PSR	3.2	2.8	3.3	2.8	2.6
EV/EBITDA	18.4	26.1	18.8	15.6	13.1
재무비율					
매출액증가율	-7.1	6.5	33.9	16.1	10.9
영업이익증가율	-36.0	-33.9	117.1	22.7	21.6
지배주주순이익증가율*	-48.8	-53.9	229.0	21.6	22.5
매출총이익률	37.0	33.4	42.7	42.0	42.3
영업이익률	19.0	11.8	19.1	20.2	22.1
EBITDA이익률	19.9	13.2	20.3	21.4	23.3
지배주주순이익률*	13.0	5.6	13.9	14.5	16.0
ROA	7.5	4.5	8.6	9.7	10.7
ROE	8.9	4.4	12.9	14.4	15.2
ROIC	8.7	4.9	10.1	10.7	11.5
부채비율	81.2	113.5	104.6	97.0	87.9
차입금비율	41.4	72.8	66.8	64.3	61.4
순차입금비율	31.6	52.2	49.4	47.6	45.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

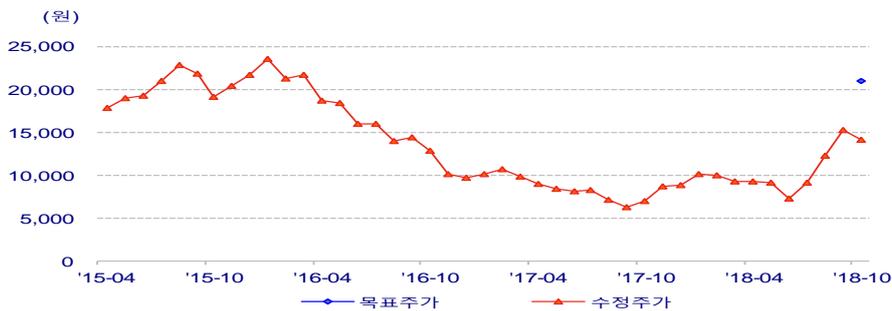
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

서울옥션(063170)

일자	2018-10-15
투자의견	BUY(신규)
목표주가	21,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.9.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%