

서울옥션

(063170)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	18,000		유지
Earnings			상향

Stock Information

현재가 (11/12)	11,950원
예상 주가상승률	50.6%
시가총액	2,022억원
비중(KOSDAQ내)	0.09%
발행주식수	16,918천주
52주 최저가 / 최고가	7,050 - 16,350원
3개월 일평균거래대금	55억원
외국인 지분율	14.3%
주요주주지분율(%)	
이호재 (외 11인)	33.6
삼성액티브자산운용	6.2
삼성자산운용	5.2

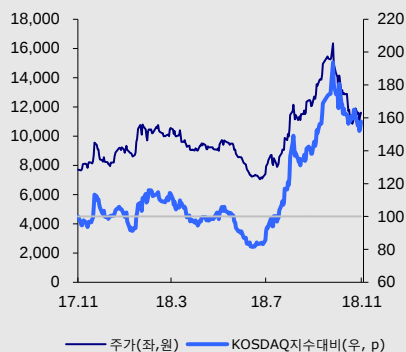
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	48.1	17.4	13.6
PBR(배)	2.2	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	26.1	16.7	11.9
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.7

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(15.5)	26.6	55.0	34.7
KOSDAQ대비 상대수익률(%)	(7.3)	49.1	61.9	50.7

Price Trend



ktb 투자증권

Earnings review

13 Nov. 2018

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

4분기 경매 모멘텀에 주목할 시기

► Issue

3Q18 실적체크 및 11월 홍콩경매 예상

► Pitch

— 3Q18 실적은 매출액 100억원(YoY -30.4%), 영업이익 8억원(YoY +12.8%)로 KTB 추정치 및 시장 컨센서스(매출액 113억원, 영업이익 7억원)에 부합하는 실적 달성

► Rationale

- 3Q18 영업이익은 KTB 추정치 7억원에 부합하는 8억원(YoY +12.8%) 기록. QoQ 로 하락한 요인은 동사의 3분기 홍콩경매가 10월 1일 열리며 4분기 실적에 반영되기 때문
- 반면, 3Q18 당기순이익은 34억원으로 추정치 4억원 대비 큰 폭의 서프라이즈 기록. 이는 동사의 부산 전시장 매각에 따른 일회성이익 30억원이 반영됨에 따른 것. 이에 따라 동사의 연간 당기순이익 추정치를 91억원→ 122억원으로 상향 조정
- 4Q18은 동사의 26회, 27회 홍콩경매가 모두 실적에 반영되며 YoY, QoQ 큰 폭의 실적성장이 전망됨. 10월 1일 열린 26회 홍콩경매는 낙찰총액 160억원을 기록. 11월 31일 열리는 27회 경매 또한 추정가 270억원의 물품에 대한 경매가 진행될 예정. 이에 따라 4분기 총 낙찰총액은 400억원에 달할 것으로 예상되며 100억원이 넘는 수수료 수입이 전망됨
- 또한 27회 홍콩경매는 앤디워홀, 세실리 브라운, 루이스 부르주아 등 해외 거장들의 고가 작품이 대거 출품되며 동사의 해외작품 소장능력에 대한 의문을 해결
- 국내 작품들의 가격 상승도 기대할 요소. 최근 김환기, 이우환, 박서보로 이어지는 단색화 뿐 아니라 구상화의 인기도 상승 중으로 국내 작품의 가격 상승은 진행 중
- 12월 개최되는 20주년 기념 국내 경매 또한 동사의 4분기 호실적에 기여할 것으로 전망
- 2018년 실적은 매출액 734억원(YoY +35.5%), 영업이익 134억원(YoY +110.1%) 전망. 동사는 경매 플랫폼 업체 특성상 낙찰 금액 증가에 따른 영업레버리지 효과가 극대화됨에 따라 2019년 이후 가파른 영업이익 증가가 전망됨

► Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '18.09P	당사 추정치 대비 '18.09E 차이(%)	전년 동기 대비 '17.09A 차이(%)	전분기 대비 '18.06A 차이(%)	시장 컨센서스 대비 '18.09E 차이(%)
매출액	10.0	11.3 (11.9)	14.3 (30.4)	23.5 (57.5)	0.0 n/a
영업이익	0.8	0.7 8.4	0.7 12.9	5.2 (85.0)	0.0 n/a
순이익	3.4	0.3 932.0	0.1 6,696.6	3.9 (12.9)	0.0 n/a
이익률(%)					
영업이익	7.9	6.4	4.9	22.3	
순이익	34.4	2.9	0.4	16.8	
차이(%)p)					
영업이익률		1.5	3.0	(14.4)	
순이익률		31.5	34.1	17.6	

Note : K-IFRS 연결 기준 / Source : KTB투자증권

Fig. 01: 실적 추정치 변경 내역(분기, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경 전				변경 후				차이 (% , %p)			
	2018.12	2019.03	2019.06	2019.09	2018.12	2019.03	2019.06	2019.09	2018.12	2019.03	2019.06	2019.09
매출액	26.4	20.8	23.6	20.7	26.5	20.8	23.6	19.9	0.6	0.0	0.0	(3.6)
영업이익	6.2	4.2	5.0	4.0	6.3	4.2	5.0	4.2	1.1	0.0	0.0	5.1
영업이익률 (%)	23.7	20.3	21.1	19.2	23.8	20.3	21.1	20.9	0.1	0.0	0.0	1.7
EBITDA	6.5	4.5	5.3	4.3	6.6	4.5	5.3	4.5	1.3	0.3	0.2	5.0
EBITDA이익률 (%)	24.7	21.6	22.3	20.6	24.8	21.6	22.3	22.4	0.2	0.1	0.1	1.8
순이익	4.0	3.0	3.6	2.9	4.1	3.1	3.7	5.4	1.9	0.8	0.6	87.4

Source: KTB투자증권

Fig. 02: 실적 추정치 변경 내역(연간, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			차이 (% , %p)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	73.4	90.2	104.4	72.2	89.7	104.5	(1.6)	(0.6)	0.1
영업이익	13.4	18.1	22.0	13.5	18.4	22.6	1.0	1.5	2.6
영업이익률 (%)	18.3	20.1	21.1	18.7	20.5	21.6	0.5	0.4	0.5
EBITDA	14.4	19.3	23.2	14.5	19.6	23.8	0.8	1.7	2.7
EBITDA이익률 (%)	19.6	21.3	22.2	20.1	21.8	22.8	0.5	0.5	0.6
순이익	9.1	12.6	15.7	12.2	15.2	18.5	34.9	20.9	18.4

Source: KTB투자증권

Fig. 03: 서울옥션 분기실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	12.2	23.5	10.0	26.5	20.8	23.6	19.9	25.4	23.6	28.4	23.8	28.6
서울옥션(별도)	6.7	8.7	5.1	11.0	7.7	9.8	9.0	10.4	8.7	12.6	12.4	11.4
홍콩법인	2.0	6.2	0.2	9.3	5.4	5.9	6.4	6.7	6.0	6.8	7.0	7.5
서울옥션 블루	3.5	4.5	1.3	3.7	4.4	5.1	1.4	4.3	5.1	5.9	1.6	4.9
Print Bakery	2.6	2.7	2.8	3.6	3.6	3.6	4.3	4.3	4.3	4.7	5.0	5.0
기타	1.1	0.7	0.8	0.8	1.2	0.7	0.9	0.9	1.3	0.8	1.0	1.0
연결조정	3.6	-0.7	0.3	1.8	1.5	1.6	2.1	1.2	1.8	2.3	3.2	1.3
영업이익	1.2	5.2	0.8	6.3	4.2	5.0	4.2	5.1	5.0	6.5	5.3	5.8
OPM(%)	9.9	22.3	7.9	23.8	20.3	21.1	20.9	19.9	21.0	23.0	22.1	20.4

Source: 서울옥션, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	107.5	101.2	108.0	121.4	136.8
현금성자산	9.8	19.4	14.1	23.3	35.8
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	59.1	63.0	66.5
투자자산	8.3	13.4	13.9	14.5	15.1
유형자산	13.9	38.3	43.9	47.4	50.4
무형자산	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0
자산총계	131.6	154.3	167.1	184.5	203.3
유동부채	54.7	55.3	49.4	53.7	57.1
매입채무	22.1	22.8	24.5	29.7	36.1
유동성이자부채	27.1	29.7	22.2	21.2	18.2
비유동부채	4.2	26.8	34.4	34.0	32.6
비유동이자부채	3.0	25.7	32.6	32.1	30.6
부채총계	59.0	82.1	83.8	87.7	89.7
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	39.2	52.7	69.6
자본조정	(3.5)	(6.2)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
자기주식	(3.8)	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
자본총계	72.6	72.3	83.2	96.7	113.6
투자자산	92.5	105.0	123.6	126.3	126.2
순차입금	20.2	36.0	40.7	29.9	13.0
ROA	5.2	2.1	7.6	8.6	9.6
ROE	9.5	4.3	16.2	17.4	18.1
ROIC	8.6	4.8	10.1	11.5	14.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	1.9	14.5	3.2	17.2	23.0
당기순이익	6.6	3.1	12.2	15.2	18.5
자산상각비	0.5	0.8	1.0	1.2	1.2
운전자본증감	(3.5)	10.1	(11.6)	1.1	3.5
매출채권감소(증가)	(1.5)	10.3	(10.4)	(3.5)	(1.7)
재고자산감소(증가)	(3.6)	0.2	(2.0)	(0.7)	(1.2)
매입채무증감(감소)	(2.2)	3.5	1.2	5.3	6.4
투자현금	(3.2)	(29.0)	(6.8)	(5.3)	(4.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.5)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(0.0)	(3.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(1.7)	(25.0)	(6.4)	(4.5)	(4.0)
유무형자산감소	(0.7)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	2.8	22.7	(1.9)	(2.9)	(5.9)
차입금증가	4.9	25.2	(0.9)	(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
현금 증감	1.7	7.8	(5.5)	9.0	12.3
총현금흐름(Gross CF)	9.5	6.9	15.8	16.1	19.4
(-) 운전자본증가(감소)	8.7	(13.9)	10.4	(1.1)	(3.5)
(-) 설비투자	1.7	25.0	6.4	4.5	4.0
(+) 자산매각	(0.7)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	2.8	(12.0)	(2.7)	11.9	18.1
(-) 기타투자	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	2.8	(15.0)	(2.7)	11.9	18.1

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	50.9	54.2	72.2	89.7	104.5
증가율 (Y-Y,%)	(7.1)	6.5	33.3	24.2	16.5
영업이익	9.6	6.4	13.5	18.4	22.6
증가율 (Y-Y,%)	(36.0)	(33.9)	112.2	36.1	22.7
EBITDA	10.1	7.1	14.5	19.6	23.8
영업외손익	(1.1)	(2.3)	0.8	1.1	1.2
순이자수익	(0.9)	(1.0)	(1.2)	(1.1)	(1.0)
외화관련손익	(0.1)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.5	4.1	14.4	19.5	23.8
당기순이익	6.6	3.1	12.2	15.2	18.5
지배기업당기순이익	6.1	3.1	11.6	14.9	18.2
증가율 (Y-Y,%)	(48.8)	(53.9)	299.7	24.4	22.1
NOPLAT	7.5	4.8	11.5	14.4	17.6
(+) Dep	0.5	0.8	1.0	1.2	1.2
(-) 운전자본투자	8.7	(13.9)	10.4	(1.1)	(3.5)
(-) Capex	1.7	25.0	6.4	4.5	4.0
OpFCF	(2.3)	(5.6)	(4.4)	12.1	18.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	50.6	31.6	9.7	20.8	24.5
영업이익증가율(3Yr)	46.8	7.7	(3.6)	24.0	52.4
EBITDA증가율(3Yr)	43.3	9.8	(2.0)	24.5	49.4
순이익증가율(3Yr)	45.6	(5.2)	(1.9)	31.9	82.4
영업이익률(%)	19.0	11.8	18.7	20.5	21.6
EBITDA마진(%)	19.9	13.2	20.1	21.8	22.8
순이익률(%)	13.0	5.6	16.9	16.9	17.8

주요투자지표

(단위:원,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	363	184	688	879	1,073
BPS	4,120	4,076	4,690	5,498	6,498
DPS	100	80	80	80	80
Multiples(x,%)					
PER	26.8	48.1	17.4	13.6	11.1
PBR	2.4	2.2	2.5	2.2	1.8
EV/ EBITDA	18.3	26.1	16.7	11.9	9.0
배당수익률	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
PCR	17.4	21.8	12.8	12.6	10.4
PSR	3.2	2.8	2.8	2.3	1.9
재무건전성 (%)					
부채비율	81.2	113.5	100.7	90.7	79.0
Net debt/Equity	27.9	49.9	48.9	30.9	11.4
Net debt/EBITDA	199.6	505.3	280.2	153.0	54.5
유동비율	196.6	183.0	218.5	226.1	239.4
이자보상배율	11.1	6.2	11.7	17.5	23.6
이자비용/매출액	1.7	2.0	1.7	1.3	1.0
자산구조					
투자자산(%)	83.6	76.2	81.5	77.0	71.3
현금+투자자산(%)	16.4	23.8	18.5	23.0	28.7
자본구조					
차입금(%)	29.3	43.4	39.7	35.5	30.1
자기자본(%)	70.7	56.6	60.3	64.5	69.9

▶ 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 : 88% **HOLD :** 12% **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 마제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

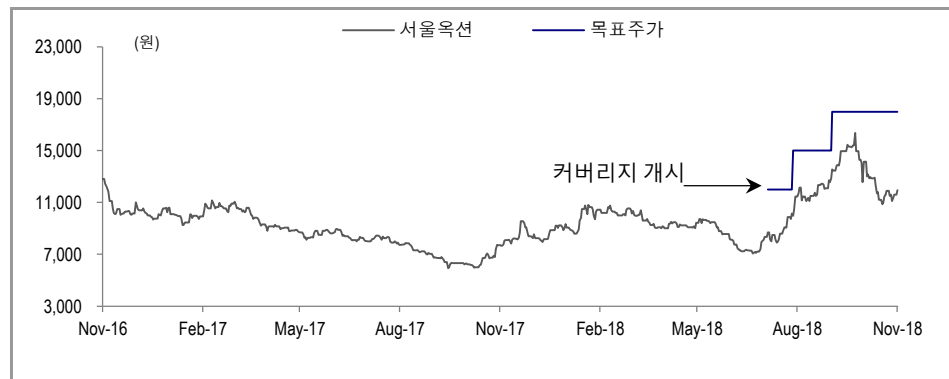
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.

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



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

	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비	2018.07.16	12,000원	8,737원	10,150원	-27.19	-15
실제주가 괴리율	2018.08.08	15,000원	11,784원	13,550원	-21.44	-10
	2018.09.14	18,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 11월 12일)

** 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 당사가 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.