

서울옥션

(063170)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	14,000	18,000	하향
Earnings			하향

Stock Information

현재가(2/18)	9,790원
예상 주가상승률	43.0%
시가총액	1,656억원
비중(KOSDAQ내)	0.07%
발행주식수	16,918천주
52주 최저가/최고가	7,050 - 16,350원
3개월 일평균거래대금	38억원
외국인 지분율	8.3%
주요주주지분율(%)	
이호재 (외 13인)	33.3
삼성자산운용	5.2
삼성액티브자산운용	5.1

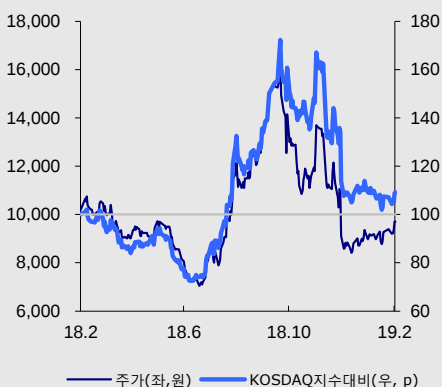
Valuation wide

	2017	2018P	2019E
PER(배)	48.1	24.7	17.9
PBR(배)	2.2	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	26.1	22.2	12.9
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.8

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	7.3	(14.5)	(4.0)	11.3
KOSDAQ대비 상대수익률(%)	0.3	(11.0)	8.1	0.9

Price Trend



ktb 투자증권

Earnings review

19 Feb. 2019

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

4분기 경매 물품 취소가 아쉽다

▶ Highlight

4Q18 실적 체크 및 2019년 전망

▶ Pitch

4Q18 연결실적은 매출액 164억원(YoY -4.8%), 영업이익 15억원(YoY -52.0%)으로 KTB 추정치 및 시장 컨센서스를 대폭 하회하는 실적 기록

▶ In detail

— 서울옥션에 대해 투자의견 BUY 유지. 다만, 목표주가는 14,000원으로 하향. 목표주가 하향은 동사 실적 전망치 하향으로 2019년 EPS 추정치를 838원→693원으로 조정함에 따른 것. 실적 추정치 변경은 국내외 경매 시장이 호황에 들어서고 있으며 동사의 낙찰총액도 증가 추세임이 체크되고 있으나, 이와 비례한 비용 증가와 경매물품 소싱의 어려움을 감안하여 산출

— 4Q18 매출액은 KTB 추정치 265억원을 하회하는 164억원(YoY -4.8%), 영업이익은 KTB 추정치 63억원을 하회하는 15억원(YoY -52.0%) 기록. 이는 4분기 진행된 제 27회 홍콩경매 및 20주년 기념경매의 고가 물품(스트라다 바리우스등) 취소에 따른 예상 낙찰총액 감소에 따른 것. 물품은 취소된 반면, 20주년 기념경매 관련 비용은 큰 폭 증가하며 이익률 하락에 직접적인 영향을 미침

— 또한 12월 예정된 강남 신사옥 오픈이 2019년 1월로 지연되어 12월 메이저 경매 장소가 변경된 것 또한 추가 일회성 비용 발생으로 이어지며 4분기 실적 부진에 영향을 미침

— 비록 전년대비 부진한 4분기 실적을 기록했으나, 2018년 평균 낙찰률 상승과 낙찰총액 증가는 동사의 2019년 실적 성장을 담보하는 긍정적인 요소(홍콩경매 낙찰률 70%대→80%대, 국내경매 낙찰률 60%대→70%대)

— 2019년 연결실적은 매출액 874억원(YoY +40.9%), 영업이익 152억원(YoY +73.7%) 전망. 동사의 2018년 낙찰총액 증가 추세와 홍콩 경매 낙찰률 증가 추세를 감안 시, 2019년 홍콩 경매 낙찰 총액은 800억원대로 올라서며 실적 성장을 견인할 것으로 판단

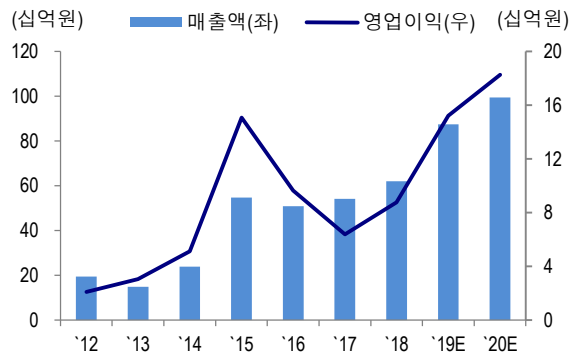
▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '18.12P	당사 추정치 대비 '18.12E 차이(%)	전년 동기 대비 '17.12A 차이(%)	전분기 대비 '18.09A 차이(%)	시장 컨센서스 대비 '18.12E 차이(%)
매출액	16.4	26.5 (38.2)	17.2 (4.8)	10.0 64.2	23.5 (30.4)
영업이익	1.5	6.3 (75.7)	3.2 (52.0)	0.8 94.8	4.2 (63.1)
순이익	(1.0)	4.1 n/a	1.4 적전	3.4 적전	0.0 n/a
이익률(%)					
영업이익	9.4	23.8	18.5	7.9	17.7
순이익	(5.9)	15.5	8.3	34.3	0.0
차이(%p)					
영업이익률		(14.4)	(9.2)	1.5	(8.3)
순이익률		(21.4)	(14.1)	(40.2)	(5.9)

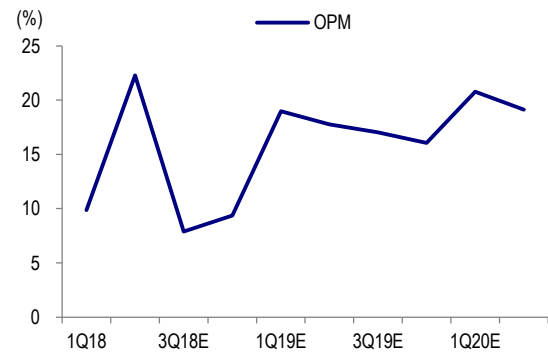
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 서울옥션 매출액 및 영업이익 전망



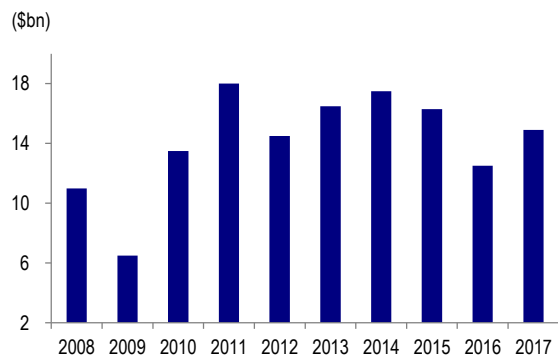
Source: 서울옥션, KTB투자증권

Fig. 02: 서울옥션 분기별 OPM 전망



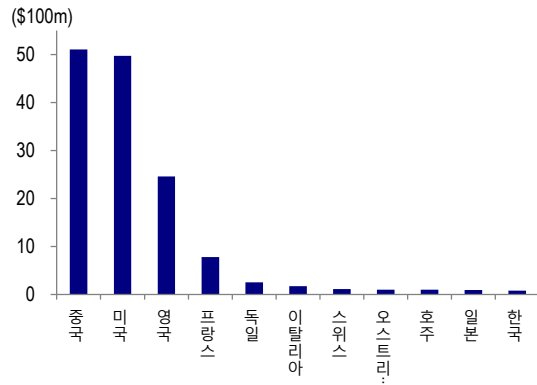
Source: 서울옥션, KTB투자증권

Fig. 03: 글로벌 미술품 경매시장 규모 추이



Source: ArtPrice, KTB투자증권

Fig. 04: 글로벌 미술품 경매시장 국가별 점유율



Source: ArtPrice, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	107.5	101.2	107.1	114.1	122.0
현금성자산	9.8	19.4	13.3	16.1	21.0
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	59.8	63.7	67.0
투자자산	8.3	13.4	13.9	14.4	15.0
유형자산	13.9	38.3	44.6	48.1	51.1
무형자산	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0
자산총계	131.6	154.3	166.9	177.8	189.0
유동부채	54.7	55.3	47.6	51.0	53.4
매입채무	22.1	22.8	20.4	24.8	30.2
유동성이자부채	27.1	29.7	24.4	23.4	20.4
비유동부채	4.2	26.8	41.0	40.6	39.2
비유동이자부채	3.0	25.7	39.1	38.6	37.1
부채총계	59.0	82.1	88.6	91.6	92.6
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	34.3	42.2	52.5
자본조정	(3.5)	(6.2)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
자기주식	(3.8)	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
자본총계	72.6	72.3	78.3	86.1	96.4
투하자본	92.5	105.0	128.2	131.8	132.6
순차입금	20.2	36.0	50.3	46.0	36.6
ROA	5.2	2.1	4.5	5.5	6.5
ROE	9.5	4.3	9.8	11.9	13.4
ROIC	8.6	4.8	6.2	9.1	10.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업현금	1.9	14.5	(9.9)	10.7	15.4
당기순이익	6.6	3.1	7.2	9.4	11.9
자산상각비	0.5	0.8	0.9	1.2	1.2
운전자본증감	(3.5)	10.1	(16.2)	0.2	2.5
매출채권감소(증가)	(1.5)	10.3	(9.5)	(3.5)	(1.7)
재고자산감소(증가)	(3.6)	0.2	(1.9)	(0.7)	(1.2)
매입채무증가(감소)	(2.2)	3.5	2.6	4.4	5.4
투자현금	(3.2)	(29.0)	(4.1)	(5.3)	(4.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(0.0)	(3.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(1.7)	(25.0)	(10.1)	(4.5)	(4.0)
유무형자산감소	(0.7)	0.0	6.0	(0.0)	(0.0)
재무현금	2.8	22.7	6.8	(2.9)	(5.9)
차입금증가	4.9	25.2	7.7	(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	(7.3)	2.5	4.7
총현금흐름(Gross CF)	9.5	6.9	7.4	10.5	12.9
(-) 운전자본증가(감소)	8.7	(13.9)	14.5	(0.2)	(2.5)
(-) 설비투자	1.7	25.0	10.1	4.5	4.0
(+) 자산매각	(0.7)	0.0	6.0	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	2.8	(12.0)	(12.9)	5.4	10.6
(-) 기타투자	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	2.8	(15.0)	(12.9)	5.4	10.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	50.9	54.2	62.0	87.4	99.5
증가율 (Y-Y, %)	(7.1)	6.5	14.5	40.9	13.8
영업이익	9.6	6.4	8.8	15.2	18.3
증가율 (Y-Y, %)	(36.0)	(33.9)	37.3	73.7	20.1
EBITDA	10.1	7.1	9.7	16.4	19.5
영업외손익	(1.1)	(2.3)	(0.1)	(3.1)	(3.0)
순이자수익	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(1.4)	(1.3)
외화관련손익	(0.1)	(0.5)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.5	4.1	8.7	12.1	15.3
당기순이익	6.6	3.1	7.2	9.4	11.9
지배기업당기순이익	6.1	3.1	6.7	9.2	11.6
증가율 (Y-Y, %)	(48.8)	(53.9)	134.8	31.5	26.1
NOPLAT	7.5	4.8	7.2	11.9	14.3
(+) Dep	0.5	0.8	0.9	1.2	1.2
(-) 운전자본투자	8.7	(13.9)	14.5	(0.2)	(2.5)
(-) Capex	1.7	25.0	10.1	4.5	4.0
OpFCF	(2.3)	(5.6)	(16.4)	8.7	13.9
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	50.6	31.6	4.3	19.8	22.5
영업이익증가율(3Yr)	46.8	7.7	(16.6)	16.4	42.0
EBITDA증가율(3Yr)	43.3	9.8	(14.3)	17.4	39.8
순이익증가율(3Yr)	45.6	(5.2)	(17.8)	12.5	57.3
영업이익률(%)	19.0	11.8	14.1	17.4	18.4
EBITDA마진(%)	19.9	13.2	15.6	18.7	19.6
순이익률(%)	13.0	5.6	11.6	10.8	12.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	363	184	396	546	688
BPS	4,120	4,076	4,393	4,868	5,485
DPS	100	80	80	80	80
Multiples(x, %)					
PER	26.8	48.1	24.7	17.9	14.2
PBR	2.4	2.2	2.2	2.0	1.8
EV/ EBITDA	18.3	26.1	22.2	12.9	10.4
배당수익률	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
PCR	17.4	21.8	22.4	15.8	12.8
PSR	3.2	2.8	2.7	1.9	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	81.2	113.5	113.2	106.4	96.0
Net debt/Equity	27.9	49.9	64.2	53.4	37.9
Net debt/EBITDA	199.6	505.3	518.0	280.7	187.6
유동비율	196.6	183.0	225.1	223.6	228.4
이자보상배율	11.1	6.2	6.6	10.7	13.9
이자비용/매출액	1.7	2.0	2.2	1.7	1.4
자산구조					
투하자본(%)	83.6	76.2	82.5	81.2	78.6
현금+투자자산(%)	16.4	23.8	17.5	18.8	21.4
자본구조					
차입금(%)	29.3	43.4	44.8	41.9	37.4
자기자본(%)	70.7	56.6	55.2	58.1	62.6

▶ 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 : 92% HOLD : 8% SELL : 0%

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.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 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 투자 의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 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 투자 의견 및 목표주가 변경내용



일자	투자 의견	목표주가
2018.07.16	BUY	12,000원
2018.08.08	BUY	15,000원
2018.09.14	BUY	18,000원
2019.02.19	BUY	14,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.07.16	12,000원	8,737원	10,150원	-27.19	-15.42
	2018.08.08	15,000원	11,784원	13,550원	-21.44	-9.67
	2018.09.14	18,000원	11,198원	16,350원	-37.79	-9.17
	2019.02.19	14,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 2월 18일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

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.