

# 서울옥션 (063170)



10월 홍콩경매 낙찰율 83% 기록, 호황이 오다

스몰캡 김재윤  
jy.kim@ktb.co.kr

## BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>BUY</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>18,000</b>		<b>유지</b>
Earnings			<b>유지</b>

### Stock Information

현재가 (10/2)	15,400원
예상 주가상승률	16.9%
시가총액	2,605억원
비중(KOSDAQ내)	0.10%
발행주식수	16,918천주
52주 최저가 / 최고가	5,970 - 15,450원
3개월 일평균거래대금	34억원
외국인 지분율	15.5%
주요주주지분율(%)	
이호재 (외 11인)	34.9
삼성자산운용	5.2
서울옥션 자사주	5.0

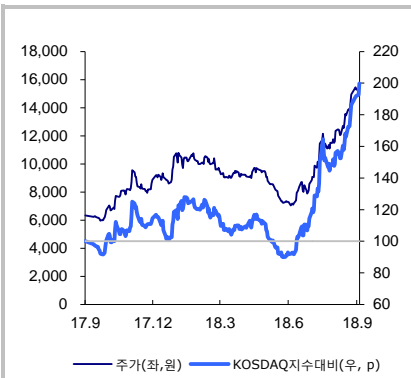
### Valuation wide

	2017	2018	2019E
PER(배)	48.1	25.0	18.4
PBR(배)	2.2	3.3	2.9
EV/EBITDA(배)	26.1	20.6	14.9
배당수익률(%)	0.9	0.5	0.5

### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	24.7	64.7	143.3	73.6
KOSDAQ대비상대수익률(%)	27.4	73.1	121.5	74.0

### Price Trend



### ▶ Issue

10/1 개최된 제 26회 홍콩 미술품 경매 체크

### ▶ Pitch

동사는 제 26회 홍콩 미술품 경매에서 낙찰총액 160억원, 낙찰률 83% 기록하며 글로벌 미술품 시장 호황을 확인

### ▶ Rationale

- 동사는 10/1 제 26회 정기 미술품 경매를 개최. 약 170억원 가량의 미술품이 출품되었으며 낙찰총액 160억원, 낙찰률 83%를 기록. 2018년 들어서며 3회의 홍콩경매가 모두 낙찰률 80% 이상을 달성하며 2015년 수준의 낙찰률을 기록 중

- 낙찰률 상승은 글로벌 미술품 시장 호황 및 국내 작품의 인기 상승에 기인. 구조적으로 개선된 미술품 시장 상황을 고려할 경우, 11월 말 동사의 27회 홍콩경매도 호조를 보일 것으로 판단. 또한 연말 경매는 200억 수준으로 올해 최대 규모로 열릴 것으로 전망

- 이번 홍콩경매에서는 고가 작품위주로 출품되며 동사의 우수한 작품 소싱 능력에 대한 검증이 완료. 특히, 루이스 부르주아의 조각품 'Quarantania' 가 95억원에 낙찰되며 국내 작품 외 고가 미술품 소싱 능력을 검증

- 국내 작가 작품은 김환기의 1971년 전면점화 '27-XI-71 #211' 가 33억원에 낙찰되고 이우환의 단색화도 5점 모두 낙찰되며 단색화 인기가 지속되고 있음을 확인

- 10월 경매가 예상을 뛰어넘는 낙찰액을 기록하며 4분기 실적에 대한 기대감이 고조. 11월 말 홍콩 경매 및 12월 20주년 기념 경매까지 감안 시, 하반기는 상반기를 뛰어넘는 실적을 기록할 것으로 전망

- 동사의 2018년 실적은 매출액 734억원(YoY +35.5%), 영업이익 134억원(YoY +110.1%) 전망. 또한 글로벌 미술품 시장의 호황기 진입 및 사업모델 다각화에 따라 2018년 턴어라운드 이후, 2019년부터 본격적인 성장이 시작될 것으로 예상. 경매업체 특성상 낙찰총액 증가에 따른 레버리지 효과가 커 2019년은 매출액 902억원(YoY +22.9%), 영업이익 181억원(YoY +35.4%) 달성 전망

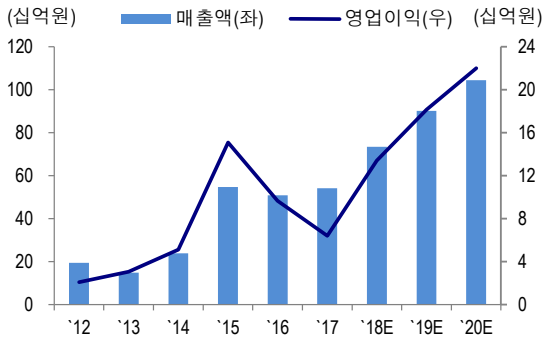
### ▶ Earnings Forecasts

(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

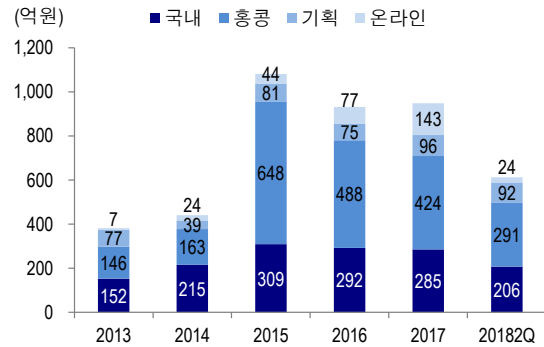


Fig. 01: 서울옥션 매출액 및 영업이익 추이



Source: 서울옥션, KTB투자증권

Fig. 02: 서울옥션 경매 낙찰 총액



Source: 서울옥션, KTB투자증권

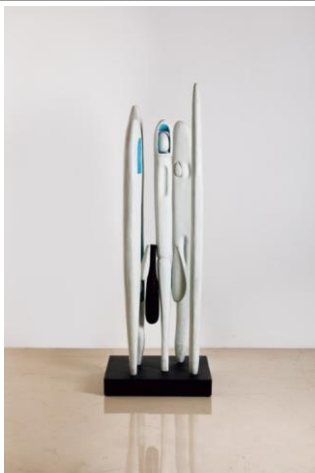
Fig. 03: 서울옥션 분기실적 추정 테이블

(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

Fig. 04: 루이스 부르주아 'Quarantania'(낙찰가 95억원)



Source: 서울옥션, KTB투자증권

Fig. 05: 김환기 1971년 전면점화(낙찰가 33억원)



Source: 서울옥션, KTB투자증권



## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	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
채고자산	54.7	54.0	56.1	56.8	58.0
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	131.6	154.3	167.7	185.4	204.9
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	4.2	26.8	32.9	32.4	31.0
비유동이자부채	3.0	25.7	31.7	31.2	29.7
<b>부채총계</b>	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)
<b>자본총계</b>	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
<b>영업현금</b>	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)
채고자산감소(증가)	(3.6)	0.2	(2.1)	(0.7)	(1.2)
매입채무증가(감소)	(2.2)	3.5	(2.1)	6.3	7.6
<b>투자현금</b>	(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)
<b>재무현금</b>	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
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	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)
<b>Free Cash Flow</b>	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
<b>매출액</b>	50.9	54.2	73.4	90.2	104.4
증가율 (Y-Y,%)	(7.1)	6.5	35.5	22.9	15.7
<b>영업이익</b>	9.6	6.4	13.4	18.1	22.0
증가율 (Y-Y,%)	(36.0)	(33.9)	110.1	35.4	21.4
<b>EBITDA</b>	10.1	7.1	14.4	19.3	23.2
<b>영업외손익</b>	(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
<b>세전계속사업손익</b>	8.5	4.1	11.3	16.1	20.1
<b>당기순이익</b>	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
<b>NOPLAT</b>	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
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
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
<b>Per share Data</b>					
EPS	363	184	617	838	1,045
BPS	4,120	4,076	4,606	5,373	6,346
DPS	100	80	80	80	80
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	26.8	48.1	25.0	18.4	14.7
PBR	2.4	2.2	3.3	2.9	2.4
EV/ EBITDA	18.3	26.1	20.6	14.9	11.6
배당수익률	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5
PCR	17.4	21.8	22.1	17.0	13.8
PSR	3.2	2.8	3.6	2.9	2.5
<b>재무건전성 (%)</b>					
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
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	83.6	76.2	78.7	73.9	67.6
현금+투자자산(%)	16.4	23.8	21.3	26.1	32.4
<b>자본구조</b>					
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: 기업/채지 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

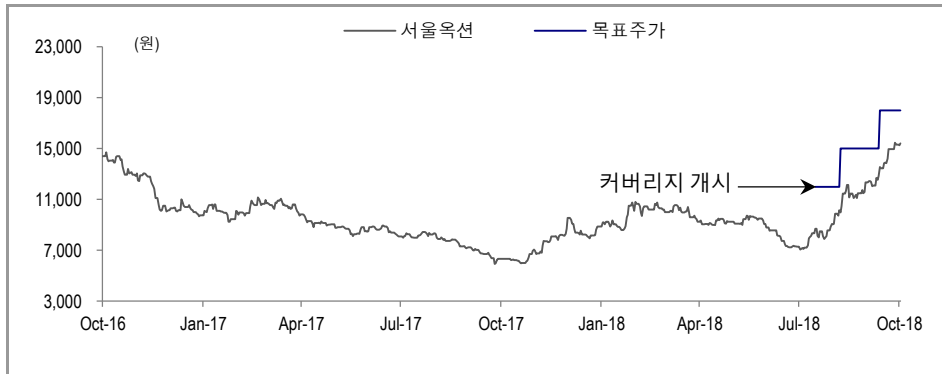
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.  
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- 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 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2018.07.16	12,000원	11,330원	15,450원	-5.58	28.75
	2018.08.08	15,000원	12,555원	15,450원	-16.3	3
	2018.09.14	18,000원	14,560원	15,450원	-19.11	-14.17

\* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2018년 10월 2일)  
 \*\* 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 투자사결정은 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.