

KOSDAQ | 소매(유통)

케이옥션 (102370)

투자계약증권 발행으로 진행 중인 STO 사업 준비

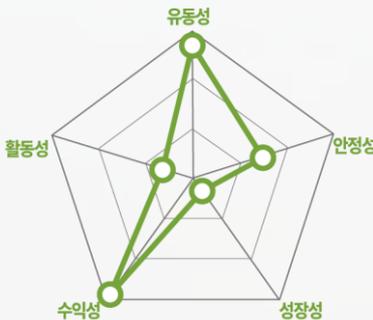
체크포인트

- 케이옥션은 미술품 경매와 판매 사업을 영위하는 기업. 동사의 사업부문은 미술품 판매(13.8%, 2023년 매출액 기준), 미술품 경매(76.7%), 미술품 중개(4.1%)와 기타(5.4%)로 구분
- 투자포인트는 1) STO(Security Token Offering) 사업을 통한 매출 증대 기대와 2) 전시장 확대를 통한 사업의 고부가 가치화임
- 케이옥션의 2024년 매출액 194억원(+59.6%YoY), 영업이익자 14억원 예상. 동사의 2024년 예상 PBR은 1.0배로 밸류에이션 하단 위치
- 리스크 요인은 발행된 전환사채로 인한 오버행 이슈

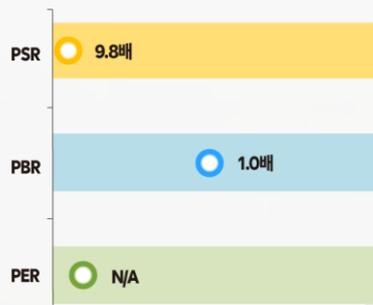
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr

RA 김현주 phhj4050@kirs.or.kr

케이옥션은 미술품 경매와 판매 사업을 영위하는 기업

동사는 국내 12개의 경매회사 중 매출액 규모로 2위. 강남구 신사동에 본관 및 별관에 미술품 전시장과 수장고를 운영. 동사의 사업부문은 미술품 판매(13.8%, 2023년 매출액 기준), 미술품 경매(76.7%), 미술품 중개(4.1%)와 기타(5.4%)로 구분

투자포인트1. STO 사업을 통한 매출 증대 기대

케이옥션은 올해 자회사인 투게더아트를 통해 투자계약증권 형태로 미술품 조각투자 사업을 영위 중. 이미 3건의 투자계약증권 발행 진행. 이는 STO관련해 자본시장법과 전자증권법 개정이 아직 이뤄지지 않았기 때문임. 투자계약증권 발행이 이뤄지며, 올해 동사의 매출액은 194억원으로 전년 대비 59.6% 증가할 것으로 추정. 투게더아트는 올해 10~12건의 투자계약증권 발행을 위한 증권신고서 제출할 계획

투자포인트2. 전시장 확대를 통한 사업의 고부가 가치화

케이옥션은 오프라인 메이저 경매 및 미술품의 프라이빗 판매 확대를 위해 현재 K-Auction타운을 설립 중. 본사에 근접한 토지와 건물을 사서 새로운 전시장을 구축하고 있는 것. 공사는 올해 말 완공 예정이며, 완공 시 케이옥션의 전시장과 수장고는 기존 대비 각각 1.5배, 2배 증가될 예정. 프라이빗 판매가 가능한 일대일 상담실도 추가로 7~10개 정도 마련할 예정. 이는 동사가 추구하는 사업의 고부가 가치화와 연결되어, 중장기적으로 수익성 개선에 기여할 전망

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	242	383	277	122	194
YoY(%)	-20.9	58.3	-27.6	-56.1	59.6
영업이익(억원)	15	136	58	-42	-14
OP 마진(%)	6.3	35.6	21.0	-34.6	-7.5
지배주주순이익(억원)	-21	105	40	-51	-32
EPS(원)	-115	476	150	-186	-117
YoY(%)	적전	흑전	-68.5	적전	적지
PER(배)	N/A	0.0	30.7	N/A	N/A
PSR(배)	0.0	0.0	4.5	14.1	6.1
EV/EBITDA(배)	12.0	N/A	20.4	N/A	327.6
PBR(배)	0.0	0.0	1.0	1.5	1.0
ROE(%)	-8.3	22.0	4.1	-4.1	-2.7
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.8	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (4/11)	4,360원
52주 최고가	7,800원
52주 최저가	3,200원
KOSDAQ (4/11)	85810p
자본금	136억원
시가총액	1,187억원
액면가	500원
발행주식수	27백만주
일평균 거래량 (60일)	105만주
일평균 거래액 (60일)	62억원
외국인지분율	0.32%
주요주주	티에이어드바이저 외 6인
	유료통상
	50.26%
	99.3%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-24.3	22.5	-12.2
상대주가	-22.7	16.6	-8.0

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

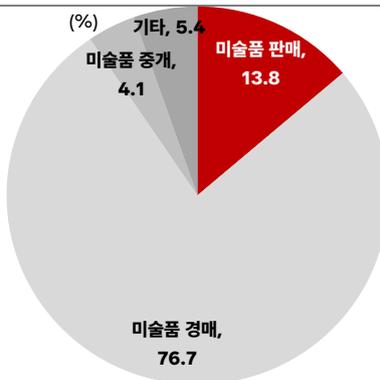
기업 개요

연혁

케이옥션은 미술품 경매와 판매 사업을 영위하는 기업

케이옥션은 미술품을 경매를 통해 중개하거나, 판매하는 기업이다. 당사는 국내 12개의 경매회사 중 서울옥션과 같이 주식시장에 상장되어 있으며, 매출액 규모도 업계 2위를 차지하고 있다. 강남구 신사동에 본관 및 별관에 미술품 전시장과 수장고를 운영하고 있으며, 2022년 증설을 위해 본관과 인접한 토지 및 건물을 구입했다. 케이옥션은 종속회사를 통해 해외 미술품 소싱, 작가 매니지먼트 사업을 영위하고 있으며, STO(Security Token Offering) 시장 진입을 위한 전 단계로 투자계약증권을 발행하고 있다. 당사 매출액은 사업 부문에 따라 미술품 판매(13.8%, 2023년 매출액 기준), 미술품 경매(76.7%), 미술품 중개(4.1%)와 기타(5.4%)로 구분된다. 또한 매출 유형에 따라 상품매출(13.8%), 수수료 수입(80.8%)와 기타(5.4%)로 나뉘어진다. 대부분의 매출은 국내(95.4%)에서 이루어지고 있다.

케이옥션의 매출액 구성



주: 2023년 기준, 자료: 케이옥션, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁: 2005년 설립, 2022년 코스닥 시장 상장

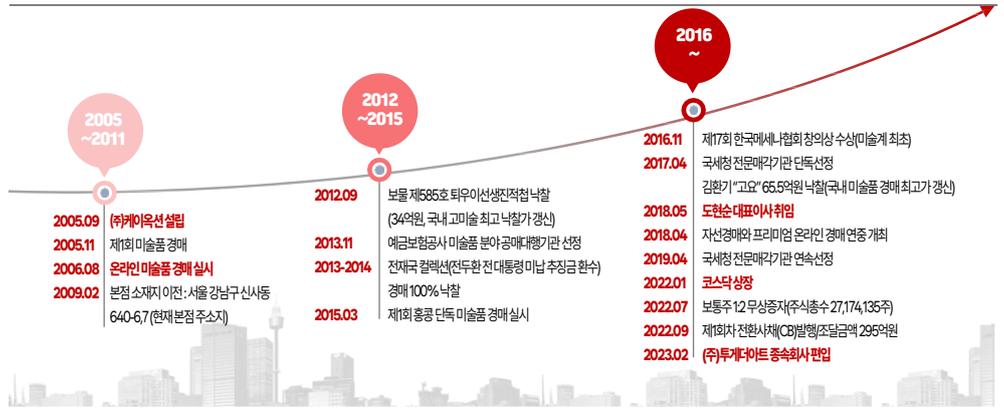
케이옥션은 2005년 9월에 설립되었으며, 2022년 1월에 코스닥에 상장되었다.

2005년 설립된 당사는 같은해 11월에 제 1회 미술품 경매를 시작했다. 2006년 8월에는 온라인 미술품 경매도 실시했다. 2009년 본점 소재지를 서울 강남구 신사동으로 이전했다. 2013년 예금보험공사의 미술품 분야 공매대행기관으로 선정된 당사는 2015년 3월 홍콩에서 단독으로 미술품 경매를 실시하며 해외 진출을 모색하고, 자회사인 아트네이티브(주)를 설립했다.

2017년에는 국세청 전문 매각기관으로 단독 선정되었고, 미술 작가를 매니지먼트하는 자회사 아르떼케이(주)를 설립했다. 2018년 현재의 대표이사인 도현순 대표이사가 취임하고, 자회사인 아트포스(주)와 (주)투게더아트를 설립했다. 이 시기부터 당사는 자선 경매와 프리미엄 온라인 경매를 연중 개최하게 되었다.

2022년 코스닥 시장에 상장 후 당사는 전시장 및 수장고 증설을 위해 케이옥션 본관과 인접한 토지 및 건물을 구입했다. 2023년 (주)투게더아트를 종속회사로 편입했다.

케이옥션의 주요 연혁



자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

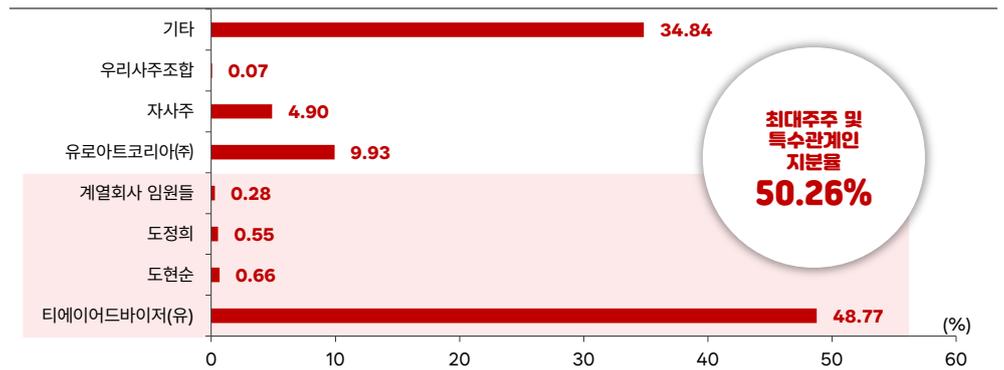
주주구성 및 종속회사

케이옥션의 최대주주는 테에이어드바이저(유)로 테에이어드바이저(유)로 지분을 48.77% 보유

2023년 12월말 기준으로 케이옥션의 최대주주는 테에이어드바이저(유)로, 지분을 48.77%를 보유하고 있다. 최대주주의 특수관계인으로 대표이사 도현순과 도정희가 각각 0.66%, 0.55% 지분을 보유 중이다. 이 외 계열회사 임원 지분이 0.28%가 있다. 최대주주와 특수관계자 지분 합계는 50.26%이다. 이 외 주요 주주로는 유로아트코리아(주)(지분을 9.93%)가 있다. 자사주로 1,340,920주가 있으며, 이는 지분을 4.9%에 해당한다. 우리사주조합은 19,470주(0.07%)를 보유하고 있다.

테에이어드바이저(유)의 최대주주는 테에이매니지먼트(유)와 테에이파트너(유)가 있다. 테에이매니지먼트(유)의 최대주주는 도현순 대표(지분율 52%)이며, 테에이파트너(유)의 최대주주는 도영준(49%)과 도영진(49%)이다.

케이옥션의 주요 주주 구성



주: 2023년 12월말 기준, 자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

케이옥션의 종속회사:

- 1) 아트네이티브(주)
- 2) 아르떼케이(주)
- 3) 아트포스(주)
- 4) (주)투게더아트

케이옥션의 종속회사로는 아트네이티브(주)(지분율 100%), 아르떼케이(주)(100%), 아트포스(주)(100%)와 (주)투게더아트(45.8%)가 있다.

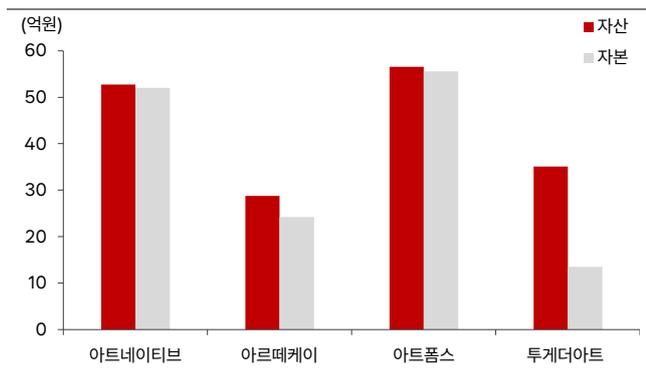
아트네이티브(주)는 2015년에 설립되었으며, 국내외 주요 미술품을 소싱 및 판매를 하고 미술품 관련 어드바이저리 사업을 하고 있다. 2023년말 기준 자산과 자본 규모는 53억원과 52억원이다. 2022년 48억원을 기록했던 매출액은 2023년 9억원으로 82% 감소했고, 2023년 당기순이익(1억원 적자)도 적자로 전환되었다. 아르떼케이(주)는 2017년에 설립되었으며, 신진 작가를 개발하고 작가를 지원하는 사업을 영위하고 있다. 2023년말 자산과 자본 규모는 29억원과 24억원이다. 아트폼스(주)는 2018년에 설립되었으며, 미술품 정보 및 관련 서비스를 제공하고 있다. 아트폼스(주)는 NFT(Non-Fungible Token)사업을 진행했다. 2023년말 자산과 자본규모가 57억원, 56억원이다. (주)투게더아트는 2018년에 설립되고 2023년 케이옥션의 종속회사로 편입되었다. (주)투게더아트는 NH투자증권으로부터 전략적 투자를 받고, 토큰증권(ST)시장 진입을 위한 협업체계를 구축했다. 2023년말 자산과 자본 규모는 35억원과 14억원이다.

케이옥션의 지배구조



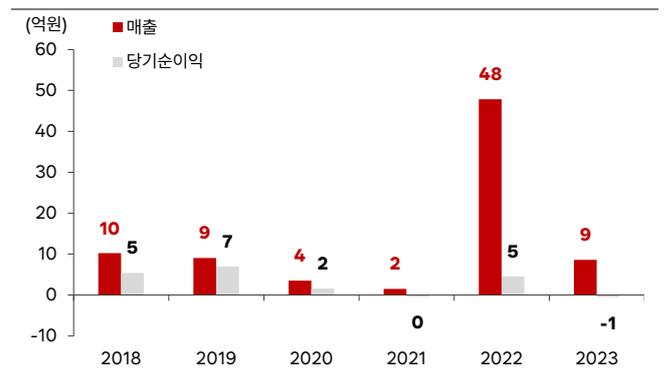
주: 2023년 12월말 기준, 자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

케이옥션 종속회사의 자산과 자본 규모



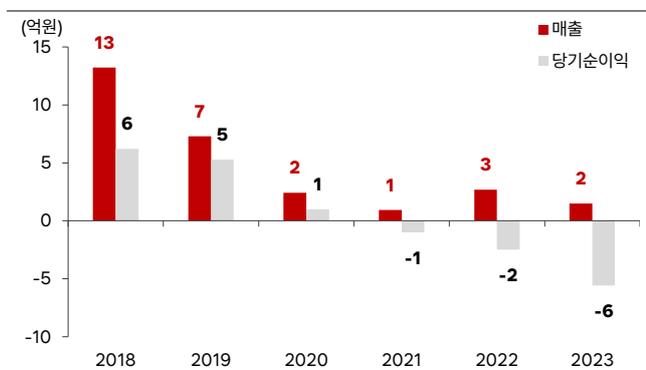
주: 2023년말 기준, 자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

아트네이티브의 매출과 당기순이익 추이



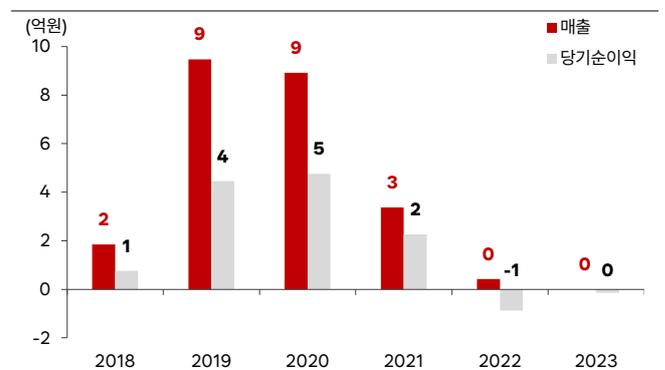
자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

아르떼케이의 매출과 당기순이익 추이



자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

아트폼스의 매출과 당기순이익 추이



자료: 케이옥션, 한국R협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 미술 시장

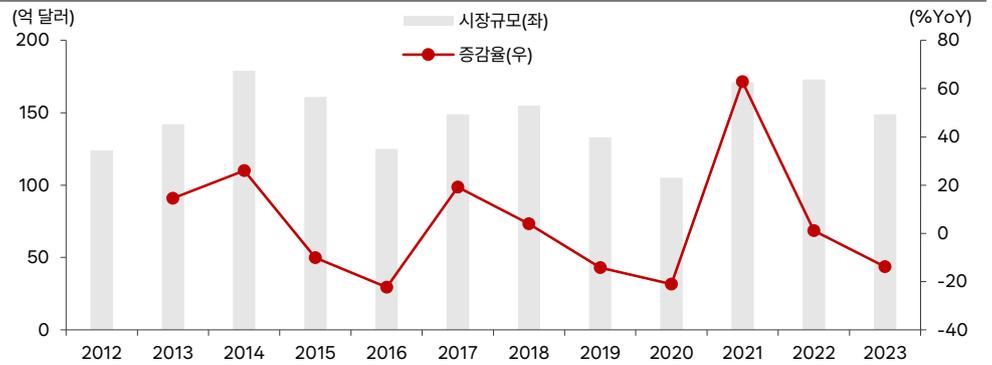
**2023년 세계 미술품
경매 시장 규모는 149억 달러로
전년 대비 14% 감소**

케이옥션은 미술품 경매 및 판매 사업을 영위하고 있다. 이에 동사는 미술 산업에 속해 있다.

미술 시장은 1차 시장(Primary Art Market)인 화랑(갤러리)과 2차 시장(Secondary Market)인 경매회사로 이루어져 있다. 케이옥션은 2차 시장에서 주로 미술품을 경매하는 시장이다. 미술품 경매는 전통적으로 회화, 조각, 공예, 사진, 서예 등이 거래되었으나 최근에는 디자인가구, 오디오, 보석, 피규어, NFT 등 소장가치를 지닌 다양한 작품이 거래되며 시장 범위가 커지고 있다.

2023년 세계 미술품 경매시장 규모는 149억 달러(약 20조원)로 2022년 대비 14% 감소했다. 이는 코로나 직후 미국을 포함한 주요국들의 적극적인 확장적 재정·통화 정책에 따른 유동성확대로 2021~2022년 세계 미술품 경매 시장이 역사적으로 최대 규모를 달성한 데 따른 기고효과에 기인한다. 참고로, 2022년 세계 미술품 경매 시장 규모는 173억 달러로, 2014년 179억 달러를 달성한 이후 최대 규모를 기록했다. 또한 2023년 인플레이션으로 주요국 중앙은행들이 통화정책을 긴축으로 방향을 선회한 것과 러시아와 우크라이나, 이스라엘과 팔레스타인 전쟁이 반발하고 장기화되고 있는 것이 2023년 미술품 경매 시장 위축의 주요인으로 작용했다.

세계 미술품 경매 시장 규모 추이

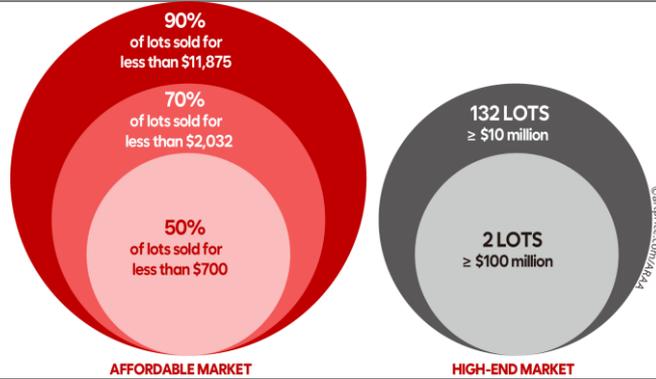


자료: Artprice, 한국IR협회의 기업리서치센터

**2023년 경매 건수는
전년대비 5% 증가
2023년 한국 미술품 경매 시장은
전년대비 49% 급감**

그러나 경매 건수는 76.3만 건으로 2022년 대비 5% 증가했다. 경매 가격대별로 보면, 고가(High End) 경매 시장은 전년대비 위축되었으나, 대중을 상대로 하는 저가시장(Affordable Market)은 온라인 경매가 활성화되며 확장되었다. 초고가 작품이 거래된 경매(경매규모 1억달러 이상) 건수는 2022년 6건에서 2023년 2건으로 감소했다. 반면, 12,000달러 이하로 판매된 경매 건수는 증가해 글로벌 경매 시장 전체 거래 건수의 90%를 차지했다. 미술품 시장에서 MZ 세대의 부상과 온라인 경매 시장의 활성화가 미술품 경매 시장의 저변 확대를 이끌었다. 국가별로 보면, 미국과 영국 미술품 경매 시장은 전년대비 각각 28%, 15% 감소했으나, 중국은 상대적으로 견고한 모습을 보여주었다. 2023년 한국 미술품 경매 시장은 전년대비 49% 급감하며 빠르게 위축됐다.

2023년 세계 글로벌 미술 경매시장 가격별 거래 현황



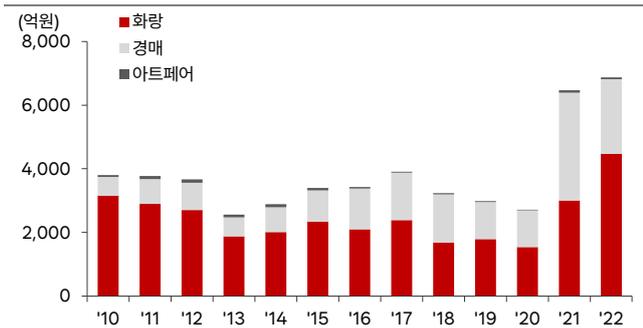
주: NFT 포함, 자료: Artprice, 한국R협의회 기업리서치센터

**2022년 국내 경매시장은
국내 미술품 유통시장의
34%를 차지
케이옥션은 경매시장의
시장점유율 1~2위 차지**

예술경영지원센터에 의하면, 2022년 국내 미술품 유통시장(화랑+경매+아트센터 합산 기준) 규모는 6,869억원으로 2021년 대비 6.2% 증가했다. 2022년 국내 미술품 유통시장 성장은 화랑의 역할이 컸다. 화랑을 통한 미술품 거래금액은 4,464억원으로 전년대비 48.5% 증가했다. 반면 케이옥션이 속한 경매시장의 규모는 2,345억원으로 전년 대비 30.7% 감소했으며, 전체 유통시장에서 차지하는 비중은 34.1%를 기록했다. 1) Artprice의 글로벌 미술품 경매 시장 분석 보고서와 2) 국내 상장 미술품 경매회사(서울옥션, 케이옥션)의 매출액 급감을 보면, 2023년에도 국내 미술품 경매 시장은 급감했을 것으로 추정된다.

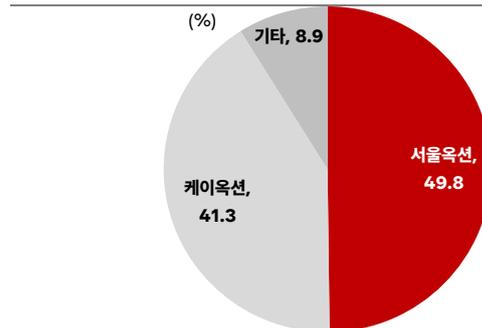
국내 미술품 경매회사의 시장점유율을 살펴보면, 서울옥션과 케이옥션이 과점 구조를 이루고 있다. 2021년 국내 미술 경매시장의 시장 점유율을 살펴보면, 서울 옥션이 49.8%, 케이옥션이 41.3%를 차지하고 있다. 기타 8.9% 해당하는 시장을 6개 경매사가 나눠 점유율을 차지하고 있다. 2023년에는 케이옥션이 국내 미술품 경매시장에서 낙찰 총액기준으로 1위를 차지, 시장점유율 1위를 기록했다.

한국 미술품 유통 시장 규모 추이



자료: 예술경영지원센터, 한국R협의회 기업리서치센터

한국 미술품 경매 시장의 점유율



주: 2021년 기준, 예술경영지원센터 조사에 응한 경매회사 대상, 자료: 예술경영지원센터, 한국R협의회 기업리서치센터

STO(Security Token Offering)시장

**STO시장의 본격적인 개화는
관련법 개정안 통과가 필요.
올해말~내년초 입법 예상. 현재**

케이옥션은 중장기 성장 동력으로 STO(Security Token Offering) 시장 개화를 대비하고 있다.

금융당국이 정의한 토큰 증권(Security Token)은 1) 분산원장 기술을 활용해 2) 자본시장법상 증권을 디지털화 한 것

미술품 조각투자는 투자계약증권 계약 형태로 이뤄지고 있음

을 의미한다. 디지털 자산 측면에서는 증권이 아닌 디지털 자산(소위 '가상자산')과 대비되는 "증권형 디지털 자산"이며, 증권제도 측면에서는 실물증권과 전자증권에 이은 증권의 새로운 발행 형태이다.

2023년 2월 금융당국이 토큰 증권(Securities Token: ST) 관련 가이드라인을 발표했다. 이는 2019년부터 성행했던 조각투자의 증권성 논란이 지속적으로 제기되면서 금융당국이 2022년 4월에 발표한 조각투자 가이드라인의 후속 방안이었다. 주요 골자로 1) 디지털 자산의 증권 여부 판단원칙을 제시 및 2) 토큰 증권 발행 및 유통 규율체계 정비 방안이 포함되어 있다. 금융당국이 제시한 토큰 증권 관련 규율체계는 1) 토큰 증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용하고 2) 직접 토큰 증권을 등록, 관리하는 발행인 계좌관리기관을 도입하며, 3) 투자계약증권, 수익증권에 대한 장외거래 중개업을 신설하는 것 등이다.

2023년 7월 이와 관련된 자본시장법과 전자증권법 개정안이 국회에 제출되었으나, 상임위를 통과하지 못했다. 제 22대 국회의원 선출되어, 이는 다시 입법 과정을 거칠 예정이며, 업계에서는 2024년 말~2025년 초 자본시장법과 전자증권법 입법을 예상하고 있다.

현재 시장에는 약 200여개의 조각투자 중심의 ST관련 사업자가 사업을 영위하거나 준비 중이다. 아직 법제화 전이기 때문에 이들은 신종증권을 발행하고 있다. 조각투자의 증권성이 인정되었기 때문에 과거 공동구매 방식이 더 이상 불가하기 때문이다. 이들이 발행하는 신종증권은 신탁수익증권과 투자계약증권으로 분류된다.

통상 신탁수익증권은 모두 금융위의 혁신금융서비스로 지정되어 발행한다. 신탁수익증권은 규제 특례로 자사 플랫폼에서 2차 유통이 가능하며, 4년(기본 2년+연장 2년)의 규제특례 기간이 종료되면 KRX나 장외시장에서 거래해야 한다. 반면, 투자계약증권은 2차 유통이 원칙적으로 금지된다. 또한, 공모 규모 측면에서도 신탁수익증권은 공모 규모가 큰 반면, 투자계약증권은 공모 규모가 작다.

혁신금융서비스로 지정되는 것은 STO 법제화가 이뤄지고 있지 않은 상황에서 STO를 준비하는 사업자에게 가장 빠른 진출 방식이자 유리한 방식이다. 현재 혁신금융서비스 사업자로 지정된 곳은 카사코리아(2019.12월 지정, 부동산 수익증권 서비스), 루센트블록(2021.4월 지정, 부동산 수익증권 서비스), 펀블(2021.5월 지정, 부동산 수익증권 서비스), 뮤직카우(2022.9월 지정, 음악 저작권 서비스)와 에이판다파트너스(2022년 12월 지정, 부동산 금전채권 서비스)가 있다.

미술품과 한우 등의 조각투자는 투자계약증권 형태로 이뤄진다. 왜냐하면 미술품과 한우 등의 실물자산은 보관 장소가 필요하고 신탁사가 안전한 보관업무를 이행할 수 있어야 하나, 현실적으로 신탁사들은 이런 경험이 없어 신탁수익증권 화하기 힘들기 때문이다.

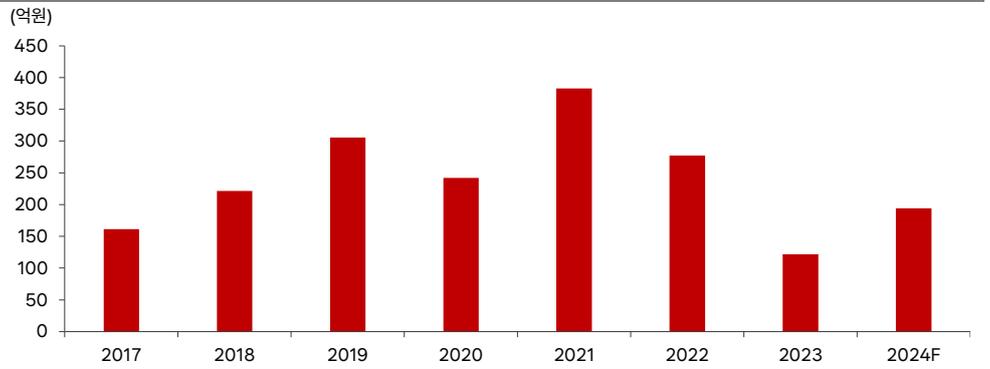
 **투자포인트**

STO 사업을 통한 매출 증대 기대

**투자포인트1. STO사업을 통한
매출 증대 기대. 올해 매출액은
59.6% 급증할 전망**

케이옥션의 첫번째 투자포인트는 STO사업을 통한 매출 증대 기대이다. 아직 STO관련해 자본시장법과 전자증권법 개정이 이뤄지지 않았지만, 앞서 언급한 바와 같이 투자계약증권 형태로 조각투자 사업을 영위할 수 있다. 당사는 이와 같은 투자계약증권 발행으로 올해 동사의 매출액이 194억원으로 전년 대비 59.6% 증가할 것으로 추정한다. 내년 입법부에선 STO관련 법제가 통과된다면, 관련 매출액은 더욱 증가할 개연성이 있다

케이옥션의 매출액 추이와 전망



자료: 케이옥션, 한국IR협회의 기업리서치센터

**올해는 케이옥션의 자회사인
투게더아트가
미술품 투자계약증권을
10~12회 발행할 계획**

현재 케이옥션에서 STO 사업을 주도적으로 진행하고 있는 곳은 종속회사인 투게더아트이다. 투게더아트는 2018년 7월에 설립되었으며, 11월 국내 최초 미술품 공동 구매 플랫폼 '아트투게더'를 오픈했다. 2023년 케이옥션의 종속회사가 되었으며, 케이옥션의 도현순 대표이사가 동사 대표이사로 겸임하고 있다. 작년 3월 NH투자증권 토큰증권 협의체와 'STO비전 그룹'을 결성한 동사는 STO사업을 위해 1) 에스크로(가상계좌) 시스템을 구축하기 위해 NH농협은행과 업무 제휴를 맺고, 2) 미술품 가치 산정을 위해 한국기업평가와 업무 제휴를 맺었다. 미술품 보관 관련 계약은 케이옥션과 체결했다. 투게더아트는 연초에 NH투자증권으로부터 300억원 정도의 투자를 받았다.

투게더아트는 올해 1월부터 4월초까지 3회의 미술품 투자계약증권을 발행했다.

1호 미술품 투자계약증권의 명칭은 'AT-KUSMA-001'로 야요이 쿠사마의 '호박 (Pumpkin)'이 기초자산이었다. 모집총액은 11.8억원이었으며, 청약율은 95%였다. 최종배정은 일반투자자가 86%, 공동사업운영자인 투게더아트가 14%의 물량을 가져갔다. 참고로 최초 수량 배정 시, 투게더아트에게 10% 물량이 배정되었다.

2호 미술품 투자계약증권의 명칭은 'AT-CONDO-002'로 조지 콘도의 'The Horizon of Insanity'가 기초자산이었다. 모집총액은 10.3억원이었으며, 청약율은 83%를 기록했다. 최종 배정은 일반투자자가 75%를, 투게더아트가 25%를 가져갔다.

3호 미술품 투자계약증권 명칭은 'AT-CONDO-003'로 조지 콘도의 'Untitled'가 기초자산이다. 4월 4일 증권신고서가 제출되었고, 청약기일은 4월 29일에서 5월 8일이며, 납입 기일은 5월 10일이다.

투게더아트는 올해 투자계약증권신고서를 10~12회 제출한다는 계획을 가지고 있다.

투게더아트의 미술품 투자계약증권 발행 현황

증권명칭	모집총액(억원)	모집 방법	기초자산			
			작품명	작가	제작시기	매입가격(억원)
미술품 투자계약증권 (AT-KUSAMA-001)	11.8	일반공모	호박(Pumpkin)	야요이 쿠사마	2002	10.9
미술품 투자계약증권 (AT-CONDO-002)	10.3	일반공모	The Horizon of Insanity	조지 콘도	2001	9.4
미술품 투자계약증권 (AT-CONDO-003)	10.3	일반공모	Untitled	조지 콘도	1996	9.4

자료: 케이옥션, 한국IR협의회 리서치센터

투게더아트의 미술품 투자계약증권 청약 및 배정 현황

증권명칭	증권신고서 제출	청약기일	납입 기일	청약율(%)	최종 배정율
미술품 투자계약증권 (AT-KUSAMA-001)	2023.12.21	2024.1.16~2024.1.23	2024.1.25	95	일반투자자 86%, 투게더아트 14%
미술품 투자계약증권 (AT-CONDO-002)	2024.3.22	2024.3.26~2024.4.1	2024.4.3	83	일반투자자 75%, 투게더아트 25%
미술품 투자계약증권 (AT-CONDO-003)	2024.4.4	2024.4.29~2024.5.8	2024.5.10		

자료: 케이옥션, 한국IR협의회 리서치센터

투게더아트가 미술품 투자계약증권 발행을 통해 얻는 수익은 1) 직접투자수익과 2) 매각 시 수수료와 성과보수가 있음

투게더아트가 미술품 투자계약증권 발행 및 판매를 통해 얻는 수익은 1) 직접투자수익과 2) 기초자산 매각 시 수수료와 성과보수가 있다. 투게더아트는 투자계약증권 발행 및 운영 수수료는 받고 있지 않다. 동사의 직접투자수익은 공모총액에서 기초자산 취득금액과 발행제비용을 차감한 비용이다. 대부분의 경우 공모총액에서 기초자산 취득금액이 차지하는 비율은 90.95%였다. 발행제비용으로는 1) 발행분담금, 2) 사서인증, 3) 계좌관리수수료 및 4) 예비비 등이 있다. 이를 감안 시, 세 차례의 발행을 통해 투게더아트가 얻은 매매차익은 각각의 경우 3천~4천만원 수준이었다. 기초자산의 가격이 공모총액의 100% 이상이면 매각이 가능하다. 또한 공모총액의 108%를 초과하여 기초자산을 매각 시 동사는 성과보수를 받을 수 있다.

STO 관련 법규 통과 후 본격적인 시장 성장은 케이옥션에 긍정적인 전망

STO 관련 법규 통과 시, 1) 제도권으로 편입되어 사업적 불확실성이 줄어들고, 2) 유통시장이 생겨 현금성을 키울 수 있어 본격적인 시장 성장에 기여할 전망이다. MZ세대 유입과 온라인 경매로 인한 미술품 투자 저변 확대와 더불어 STO 시장 성장은 케이옥션에게 긍정적인 영향을 끼칠 전망이다.

전시장 확대를 통한 사업의 고부가 가치화

투자포인트2. 전시장 확대를 통한 사업의 고부가 가치화

케이옥션의 두번째 투자포인트는 전시장 확대를 통한 미술품 경매 및 판매 사업의 고부가 가치화이다. 이는 중장기적으로 동사의 수익성 개선에 기여할 수 있다.

케이옥션은 연간 오프라인으로 진행되는 메이저 경매를 1년에 12회, 프리미엄 온라인 경매를 격주로 진행해 1년에 24회를 진행하고 있다. 또한 위클리 온라인 경매는 매주 1회, 1년에 52회를 진행한다. 이 중 수익성이 가장 높은 경매는 오프라인으로 진행되는 메이저 경매이다.

케이옥션의 경매 플랫폼

경매 플랫폼 종류	메이저 경매	프리미엄 온라인 경매	위클리 온라인 경매	프라이빗 세일
회당 출품 작품수	150~200점 내외	200~300점 내외	100~250점 내외	수시 변동
최당 출품 내정가 합계	100~300억원 내외	10~30억원 내외	1~5억원 내외	수시 변동
작품당 출품 가격대	1,000만원 이상~	100만원~3,000만원	50만원~300만원	수시 변동
경매 일정	매 4~6주	격주	매주	상시
경매 방식	오프라인(온라인 참여 가능)	온라인	온라인	오프라인
프리뷰 기간	12일	11일	7일	상시

자료: 케이옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

K-Auction타운은
올해 연말 완공될 예정

케이옥션은 오프라인 메이저 경매 및 미술품의 프라이빗 판매 확대를 위해 현재 K-Auction타운을 설립하고 있다. 본사에 근접한 토지와 건물을 사서 새로운 전시장을 구축하고 있는 것이다.

동사는 강남구 신사동에 본사 및 별관에서 미술품 전시장과 수장고를 운영하고 있다. 2022년 4월과 5월 전시장 및 수장고를 증설하기 위해 본관과 인접한 토지 및 건물을 구입했다. 인플레이션에 따른 건축비 상승 등 여파로 공사가 다소 지연되었지만, 올해 연말에는 완공될 것으로 예상하고 있다. 완공 시 케이옥션의 전시장과 수장고는 기존 대비 각각 1.5배, 2배 증가하게 된다. 프라이빗 판매가 가능한 일대일 상담실도 추가로 7~10개 정도 마련할 예정이다. 올해 추가로 공사에 들어갈 예정금액은 30억원 정도이다.

완공 후 감가상각비가 증가될 수 있으나, 사업의 고부가 가치화는 중장기적으로 동사 이익 증가를 견인할 전망이다.

K-Auction타운 설립 계획

	대지 위치	• 강남구 신사동 640-1, 6, 7, 10
	대지 면적	• 640-1: 661.0m ² (200평) 640-6: 584.9m ² (177평) • 640-7: 585.5m ² (177평) 640-10: 343.9m ² (104평)
	활용 계획	• K-Auction 타운 (가칭) 설립 • 전시장 및 VIP 프라이빗 전시 및 점선실 확보
	예상 연면적	• 총 350평 규모 (지상 208평, 지하 142평)
	진행 계획	• 남강빌딩 (640-1): 24.1Q 입주 예정 • 신관 (640-10): 23.4Q 완공 예정 → 24.1Q 준공 예정

자료: 케이옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

고소득자 및 개인자산가에게
미술품 투자는 세제측면에서
매력적. 케이옥션은 오프라인 공간
확대로 프라이빗 판매 및
고가의 경매 활성화 추구

참고로, 고소득자 및 개인 자산가(High Net Worth)에게 미술품 투자는 매력적이다. 미술품이 다른 자산 대비 세제상 유리한 측면이 있기 때문이다. 한국은 미술품 양도차익에 대해 2013년부터 기타소득으로 과세하고 있다. 현재 토지, 건물, 부동산에 관한 권리의 양도차익은 양도소득으로 구분하고 있는 것 대비해서 유리하다. 양도소득은 누진세율을 적용하지만, 기타 소득은 20%의 단일세율을 적용하고 필요경비도 인정해 주기 때문이다.

개인투자자 입장에서 미술품 구입 후 판매 시 판매금액이 6천만원 미만이면 비과세된다. 판매금액이 6천만원을 초과해도 국내 작가가 생존 시에는 비과세된다. 해외 작가 작품의 경우 판매금액이 6천만원을 초과하면 과세되는데, 이 때 일부 필요 경비를 인정해 준다. 필요경비는 6천만원 이상~1억 미만의 경우 판매금액의 90%를, 1억 이상의 경우 판매금액의 80%를 필요 경비를 인정해 준다. 판매금액에서 필요경비를 제외한 금액에 세율을 20% 적용한다.

한국 미술품 양도 시 과세제도

거래주체	거래유형	소득유형	과세방법	세액산정
개인 소장자	소장품 양도 (6천만원 미만 작품, 생존 국내작가 작품 비과세)	기타 소득	분리 과세	기타소득 = 총수익금액·필요경비 필요경비 = Max[실제경비, 양도가액× 필요경비율] ※ 필요경비율 - 1억원 이하: 90% - 1억원 초과: 0~1억원까지 90%, 1억원 초과분 80% - 보유기간 10년 이상: 90% 세율: 20%

자료: 한국조세재정연구원, 한국R협의회 리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

2023년 실적 Review

**2023년 매출액은
122억원(-56.1%YoY),
42억원 적자 기록**

케이옥션의 2023년 매출액은 122억원으로 전년 대비 56.1% 급감했다. 미술품 경매가 17억원으로 전년도 110억원에서 84.9% 급감했고, 미술품 경매와 중개도 각각 39.3%, 26.7% 감소했다. 매출 형태별로 구분해 보면, 상품매출이 84.9% 감소하고, 수수료 수입이 97억원으로 전년도 159억원에서 38.7% 감소했다. 이와 같은 매출액 급감은 전년도 중앙은행의 긴축정책과 러시아-우크라이나 및 이스라엘-팔레스타인 전쟁에 따른 여파 때문이었다.

동사의 2023년 영업이익은 42억원 적자로 전년도 58억원 영업흑자에서 적자 전환했다. 매출원가율은 39.3%로 전년대비 7.3%p 개선되었으나, 판관비율은 94.3%로 전년대비 61.8%p 상승했다. 2023년 판관비 금액도 115억원으로 전년대비 28.1% 증가했다. 판관비율이 상승한 주요인으로 1) 매출이 감소하는 상황에서 고정비 부담 증가, 2) 투게더아트의 STO사업 준비 비용 발생과 3) 임직원의 성과급 지급이 있었다.

케이옥션의 2023년 지배주주기준 당기순이익은 51억원 적자였다.

2024년 실적 전망

**2024년 매출액은
194억원(+59.6%YoY),
영업적자 14억원 예상**

당사는 케이옥션에 대한 2024년 매출액은 194억원(+59.6%YoY), 영업적자 14억원을 예상한다.

미술품 투자계약증권 발행으로 상품 매출이 전년대비 479% 급증한 96억원을 기록할 것으로 예상된다. 미술품 경매를 통한 수수료 수입은 90억원으로 2023년 대비 7.6% 감소할 것으로 예상된다. 작년에 한국 미술품 경매 시장이 급격히 위축된 가운데 당사는 경쟁사 대비 상대적으로 견고한 경매 수수료 수입을 기록했다. 내수 경기 개선이 뚜렷이 가시화되지 않는 상황에서 경매 수수료 수입은 다소 감소할 것으로 추정한다.

2024년 당사는 14억원의 영업적자를 기록할 것으로 예상된다. 매출액은 급증하나, 작년에 이어 영업적자 추이는 이어갈 전망이다. 이는 동사 매출 급증의 대부분이 수익성이 낮은 상품 매출이 견인하기 때문이다. 2023년 기준으로 케이옥션의 상품매출원가율과 경매원가율은 각각 92.2%와 27.7%를 기록했다. 동사의 2024년 매출원가율은 57.7%로 전년대비 18.4%p상승할 것으로 추정한다. 이는 총 매출액에서 상품매출이 차지하는 비중이 2023년 13.6%에서 2024년 49.5%로 상승할 것으로 예상되기 때문이다. 2023년 투게더아트의 STO사업 시작을 위한 일회성 비용 효과가 소멸되면서 2024년 판관비 97억원으로 2023년 115억원 대비 16.2% 감소할 것으로 추정한다.

영업외이익 단에서는 전환사채의 사채할인차금 약 25억원이 금융비용으로 반영될 예정이다.

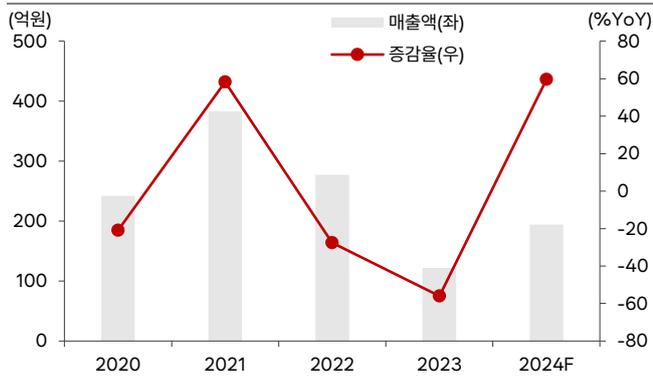
실적 전망

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	242	383	277	122	194
상품매출	126	125	110	17	96
수수료수입	97	245	159	98	90
기타매출	19	13	8	7	8
영업이익	15	136	58	-42	-14
당기순이익	-21	105	40	-51	-32
%YoY					
매출액	-20.9	58.3	-27.6	-56.1	59.6
영업이익	-62.7	799.3	-57.3	적전	적지
당기순이익	적전	흑전	-61.6	적전	적지
영업이익률	6.3	35.6	2.1	-34.6	-7.5
당기순이익률	-8.6	27.4	14.5	-50.6	-21.3

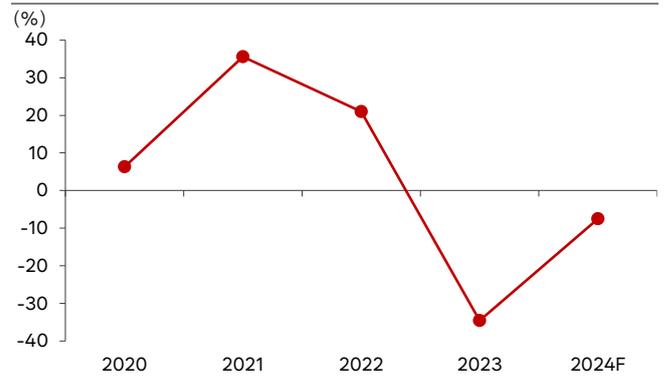
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

케이옥션의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 케이옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

케이옥션의 영업이익률 추이와 전망



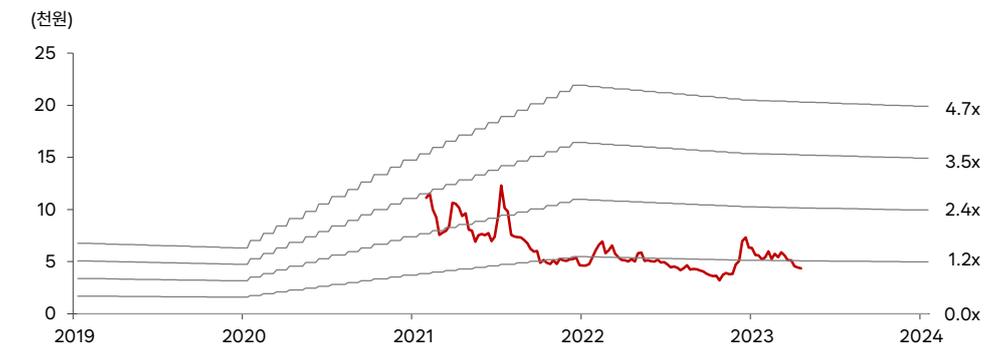
자료: 케이옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

케이옥션의 2024년 예상 PBR은 1.0배로 밸류에이션 하단 위치

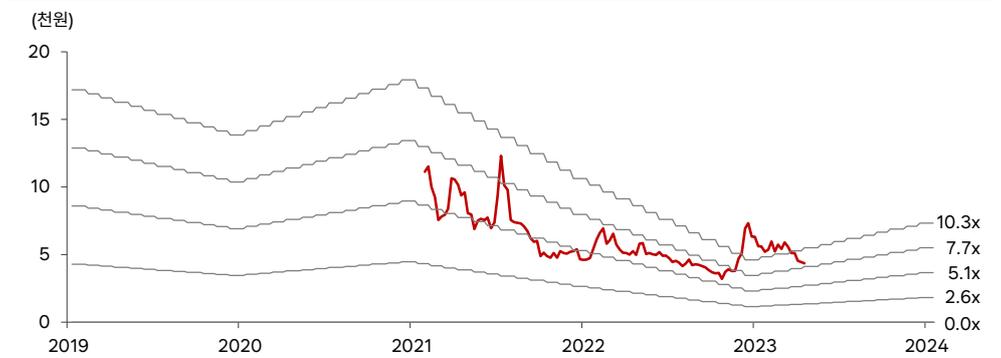
현재 케이옥션의 2024년 예상 PBR은 1.0배이다. 상장 이후 동사의 주가가 PBR Band 0.7배~3.5배 사이에 움직이고 있다. 이를 감안 시 현재 동사 주가는 밸류에이션 하단에 위치해 있다. 현재 동사의 2024년 예상 PSR은 6.1배이고, 상장 이후 동사의 주가는 PSR Band 4.3배~15.0배에서 움직였다는 점을 감안 시 PSR도 밸류에이션 하단에 위치해 있다. 다만, 동사의 주가가 2022년 1월에 상장하여 과거 주가 데이터가 길지 않은 점은 감안할 필요가 있다.

케이옥션의 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

케이옥션의 PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

경쟁사인 서울옥션 대비 밸류에이션 낮은 상황

케이옥션은 미술품 경매와 판매를 주요 사업으로 영위하고 있는 기업이다. 상장사 중 동사와 같은 범위의 사업을 영위하는 기업은 서울옥션이 있다. 현재 서울옥션은 미술품 경매, 판매 외에 미술품 담보대출 업무도 하고 있다. 2023년 기준으로 서울옥션의 매출액은 상품매출, 수수료 수입, 미술품 담보 대출금 수익과 기타 비중은 각각 70.5%, 20.5%, 5.2%와 3.8%였다. 서울옥션에 대한 2024년 시장 컨센서스는 존재하지 않는다. 이에 2023년 BPS와 현재 주가를 이용해 PBR을 산출 시 케이옥션의 PBR은 1.0배, 서울옥션의 PBR은 1.4배이다. 이를 볼 때 케이옥션의 밸류에이션은 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 위치에 있다.

케이옥션과 경쟁사의 재무지표 및 밸류에이션 지표 비교

(단위: 억원, %, 배)

		케이옥션	서울옥션
주가(원)		4,355	9,410
시가총액(억원)		1,186	1,673
자산총계 (억원)	2021	952	1,735
	2021	2,176	1,943
	2023	2,064	1,963
	2024E	2,038	
자본총계 (억원)	2021	710	871.9
	2021	1,262	1,241.7
	2023	1,187	1,167.6
	2024E	1,146	
매출액 (억원)	2021	383	790
	2021	277	551
	2023	122	450
	2024E	194	
영업이익(억원)	2021	136	197
	2021	58	77
	2023	-42	-36
	2024E	-14	
영업이익률(%)	2021	35.6	25.0
	2021	21.0	14.0
	2023	-34.6	-7.9
	2024E	-7.5	
당기순이익(억원)	2021	105	160
	2021	40	45
	2023	-51	-80
	2024E	-32	
ROE(%)	2021	22.0	21.1
	2021	4.1	4.3
	2023	-4.1	-6.6
	2024E	-2.7	
PER(배)	2021		36.1
	2021	30.7	69.0
	2023	N/A	N/A
	2024E	N/A	
PSR(배)	2021	0.0	7.3
	2021	4.5	5.7
	2023	14.1	5.0
	2024E	6.1	
PBR(배)	2021	0.0	6.3
	2021	1.0	2.4
	2023	1.5	1.8
	2024E	1.0	
배당수익률(%)	2021	0.0	0.6
	2021	0.8	0.6
	2023	0.0	0.0

주: 주가와 시가총액은 2024년 4월 11일 기준, 케이옥션의 2024년 실적은 당사 추정치 기준
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 리서치센터


리스크 요인
리스크 요인은**전환사채 발행에 따른 오버행 이슈**

케이옥션의 리스크 요인은 전환사채 발행에 따른 오버행 이슈이다.

동사는 2022년 9월 26일 무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채 295억원을 발행했다. 사채 만기일은 2027년 9월 26일로 표시이자율과 만기보장수익률 모두 0%이다. 동 전환사채는 보통주로 전환 가능하며, 전환청구기간은 2023년 9월 26일부터 2027년 8월 26일까지이다. 전환가액은 6,564원으로, 전환사채 총액이 전환된다면 보통주 4,494,211주로 전환 가능하다. 이는 발행주식 총수의 16.5%이다. 현재 주가는 전환가액 대비 낮은 상황으로 주가에 미치는 영향은 제한적이나, 주가 상승 시 물량 출회 우려가 동사 주가 상승 폭을 제한할 수 있다. 동 전환사채는 조기상환청구권이 사채권자에게 부여되어 있으며, 2025년 9월 26일부터 매 3개월에 해당되는 날에 조기상환청구가 가능하다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	242	383	277	122	194
증가율(%)	-20.9	58.3	-27.6	-56.1	59.6
매출원가	153	159	129	48	112
매출원가율(%)	63.2	41.5	46.6	39.3	57.7
매출총이익	89	224	148	73	82
매출이익률(%)	36.8	58.4	53.5	60.3	42.4
판매관리비	74	87	90	115	97
판매비율(%)	30.6	22.7	32.5	94.3	50.0
EBITDA	27	149	72	-25	5
EBITDA 이익률(%)	11.0	38.8	26.1	-20.2	2.8
증가율(%)	-44.3	457.8	-51.5	적전	흑전
영업이익	15	136	58	-42	-14
영업이익률(%)	6.3	35.6	21.0	-34.6	-7.5
증가율(%)	-62.7	799.3	-57.3	적전	적지
영업외손익	-33	-2	-7	-29	-36
금융수익	9	7	6	13	7
금융비용	47	10	17	45	45
기타영업외손익	5	0	4	2	2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-18	134	51	-71	-50
증가율(%)	적전	흑전	-61.7	적전	적지
법인세비용	3	29	11	-10	-9
계속사업이익	-21	105	40	-62	-41
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-21	105	40	-62	-41
당기순이익률(%)	-8.6	27.4	14.5	-50.6	-21.3
증가율(%)	적전	흑전	-61.6	적전	적지
지배주주지분 순이익	-21	105	40	-51	-32

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	175	230	-72	-103	-44
당기순이익	-21	105	40	-62	-41
유형자산 상각비	11	12	14	17	19
무형자산 상각비	0	0	0	0	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	155	83	-100	-77	-24
기타	30	30	-26	19	1
투자활동으로인한현금흐름	-5	-5	-875	194	-56
투자자산의 감소(증가)	0	0	-10	-28	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6	-4	-174	-38	-50
기타	1	-1	-691	260	-2
재무활동으로인한현금흐름	-120	-147	960	-73	2
차입금의 증가(감소)	-4	-141	414	-8	2
사채의증가(감소)	0	0	295	0	0
자본의 증가	0	0	281	0	0
배당금	0	0	0	-9	0
기타	-116	-6	-30	-56	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-1
현금의증가(감소)	49	78	13	18	-100
기초현금	77	126	204	217	236
기말현금	126	204	217	236	136

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	382	450	846	633	574
현금성자산	126	204	217	236	136
단기투자자산	5	5	294	4	7
매출채권	2	6	4	6	7
재고자산	185	197	301	327	358
기타유동자산	64	38	30	60	65
비유동자산	360	502	1,329	1,430	1,464
유형자산	293	482	1,023	1,122	1,153
무형자산	1	0	0	65	65
투자자산	1	1	11	39	42
기타비유동자산	65	19	295	204	204
자산총계	742	952	2,176	2,064	2,038
유동부채	462	181	174	128	140
단기차입금	29	60	90	90	90
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	433	121	84	38	50
비유동부채	38	60	740	749	752
사채	0	0	227	250	250
장기차입금	30	11	400	400	400
기타비유동부채	8	49	113	99	102
부채총계	500	241	914	876	892
지배주주지분	243	710	1,262	1,179	1,148
자본금	30	38	136	136	136
자본잉여금	-0	195	443	458	458
자본조정 등	5	13	-21	-74	-74
기타포괄이익누계액	0	151	351	351	351
이익잉여금	208	313	353	308	276
자본총계	243	710	1,262	1,187	1,146

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	N/A	0.0	30.7	N/A	N/A
P/B(배)	0.0	0.0	1.0	1.5	1.0
P/S(배)	0.0	0.0	4.5	14.1	6.1
EV/EBITDA(배)	12.0	N/A	20.4	N/A	327.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.8	0.0	0.0
EPS(원)	-115	476	150	-186	-117
BPS(원)	1,337	3,123	4,643	4,340	4,215
SPS(원)	1,327	1,739	1,033	447	713
DPS(원)	0	0	35	0	0
수익성(%)					
ROE	-8.3	22.0	4.1	-4.1	-2.7
ROA	-2.6	12.4	2.6	-2.9	-2.0
ROIC	3.4	27.0	11.6	-3.2	-0.6
안정성(%)					
유동비율	82.7	248.4	486.1	496.5	409.4
부채비율	205.9	34.0	72.4	73.8	77.9
순차입금비율	132.0	-15.9	17.8	42.4	52.6
이자보상배율	0.4	15.3	3.4	-1.0	-0.3
활동성(%)					
총자산회전율	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1
매출채권회전율	134.6	87.2	51.6	24.3	29.8
재고자산회전율	1.1	2.0	1.1	0.4	0.6

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
케이옥션	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/irsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 "IRTV"에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.