



한국IR협의회

기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
소매(유통)

기업분석 2022.07.28

서울옥션 (063170)

미술품 컬렉터 저변 확대 따른 수혜 기대

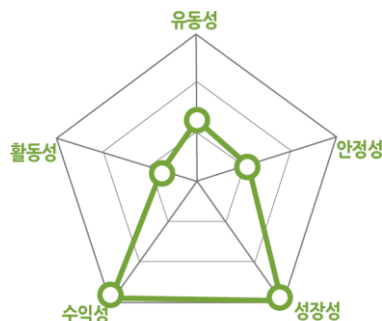
체크 포인트

- 서울옥션은 미술품 등을 주로 경매를 통해 위탁, 판매하는 회사, 2022년 1분기 국내 미술품 경매 시장 점유율 56.9%로 업계 1위 유지
- 동사의 투자포인트는 1) MZ세대의 미술품 시장 본격적인 유입으로 인한 매출 성장 기대와 2) 오프라인 경쟁력을 유지하면서, 제로베이스(ZeroBase)와 블랙랏(BlackLot)을 통해 온라인 경매를 강화, 중장기 성장을 도모한다는 점
- 동사의 22년 예상 PBR은 3.4배, 2011년 이후 PBR 추이와 비교 시 밸류에이션 하단은 아님. 2011년 이후 평균 PBR은 2.2배, 경쟁사인 케이옥션과 비교 시, 고평가 상태이나 업계 1위로서의 지위를 감안하면 프리미엄은 타당함. 단기적으로 신세계 인수 여부에 따라 주가 변동성 확대 예상
- 리스크 요인은 코로나 재확산 및 경기 둔화 시 미술품 매출에 대한 수요가 줄어들 수 있다는 우려

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



주: 2021년 기준, Enguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 1Q22 기준, Trailing, Enguide WICS 분류 상 경기관련소비재 산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

투자포인트는 1) 컬렉터 저변 확대에 따른 매출 성장 기대와 2) 온라인 사업을 통한 중장기 성장 기대

서울옥션은 미술품 등을 주로 경매를 통해 위탁, 판매하는 회사. 국내 미술품 경매 시장 점유율 56.9%로 업계 1위(2022년 1분기 기준). 동사의 투자포인트는 1) MZ세대의 미술품 시장 본격적인 유입에 따라 매출 성장이 기대된다는 점과 2) 오프라인 경쟁력을 유지하면서, 제로베이스(ZeroBase)와 블랙랏(BlackLot)을 통해 온라인 경매를 강화해 중장기 성장을 도모한다는 점

밸류에이션 저평가 국면은 아님. 신세계 인수 여부에 따라 주가 변동성 확대 예상

동사의 2022년 매출액은 2021년 대비 16.2% 증가한 918억원으로 추정. 영업이익률은 26.1%로 2021년 대비 1.1%p 개선 예상. 동사의 22년 예상 PBR은 3.4배. 2011년 이후 PBR 추이와 비교 시 밸류에이션 하단은 아님. 2011년 이후 평균 PBR은 2.2배.

경쟁사인 케이옥션과 비교 시, 고평가 상태이나 업계 1위로서의 지위를 감안하면 일정 부분 프리미엄은 타당성이 있다고 판단. 신세계 인수 여부에 따라 주가 변동성 확대 예상

리스크 요인은 경기 둔화 시 미술품 수요 감소 우려

서울옥션의 리스크 요인은 코로나 재확산 및 경기 둔화 시 미술품 매출에 대한 수요가 줄어들 수 있다는 우려

Forecast earnings & Valuation

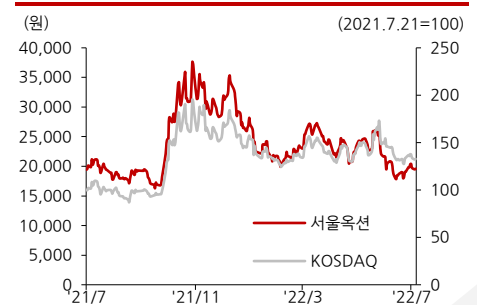
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	620	451	289	790	918
YoY(%)	14.5	-27.3	-36.0	173.9	16.2
영업이익(억원)	88	-46	-4	197	240
OP 마진(%)	14.1	-10.3	-1.4	25.0	26.1
지배주주순이익(억원)	73	-67	-27	160	200
EPS(원)	432	-395	-161	948	1,126
YoY(%)	134.6	적전	적지	흑전	18.7
PER(배)	20.4	N/A	N/A	36.1	17.4
PSR(배)	2.4	2.2	4.4	7.3	3.8
EV/EBIDA(배)	20.0	-109.2	106.3	29.3	14.7
PBR(배)	2.0	1.4	1.9	6.6	3.4
ROE(%)	10.0	-9.2	-4.1	21.1	20.9
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.6	1.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/26)	19,600원
52주 최고가	37,600원
52주 최저가	16,300원
KOSDAQ (7/26)	789.93p
자본금	85억원
시가총액	3,484억원
액면가	500원
발행주식수	18백만주
일평균 거래량 (60일)	41만주
일평균 거래액 (60일)	94억원
외국인지분율	0.81%
주요주주	이호재 외 11인 31.28%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	-18.8	-1.5
상대주가	-9.0	-9.4	30.6

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

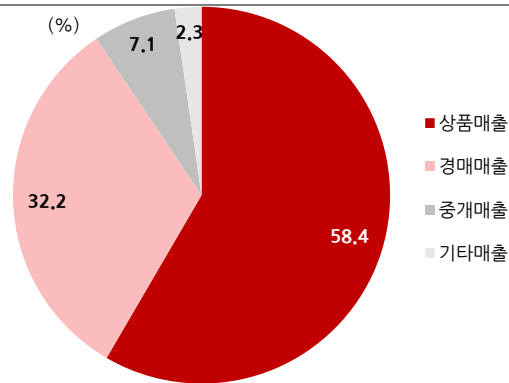
서울옥션은 미술품 등을
경매를 통해
위탁 및 판매하는 회사

1) 주요 연혁

서울옥션은 미술품 등을 주로 경매를 통해 위탁, 판매하는 회사이다. 2022년 1분기 기준으로 국내 미술품 경매 시장 점유율 56.9%로 업계 1위를 유지하고 있다. 동사는 서울 평창동, 강남과 부산의 경매소 및 전시관 이 외에 온라인 경매를 위해 제로베이스(Zerobase)와 온라인 중개를 위한 블랙랏(Blacklot) 플랫폼을 보유하고 있다. 2021년 매출액 기준으로 상품매출, 경매매출과 중개매출의 비중은 각각 58.4%, 32.2%와 7.1%이다.

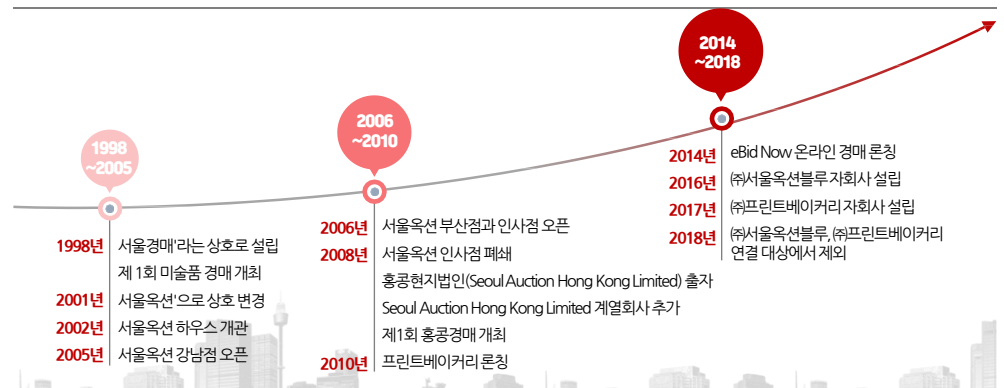
동사는 1998년 서울경매라는 상호로 설립되었으며, 제 1회 미술품 경매를 개최했다. 2001년 서울옥션으로 상호를 변경한 동사는 2002년 서울옥션 하우스를 개관했다. 이 후 2005년 서울옥션 강남점을, 2006년 부산점과 인사점을 오픈했다. 인사점은 2008년 폐쇄되었다. 2008년 동사는 홍콩현지법인인 Seoul Auction Hong Kong Limited에 출자해 계열회사로 추가하고 제 1회 홍콩경매를 개최했다. 서울옥션은 2008년 7월 코스닥시장에 상장되었다. 2010년 프린트베이커리와 2014년 eBid Now 온라인 경매를 론칭한 동사는 2016년 온라인 경매에 특화된 (주)서울옥션블루를, 2017년에는 미술품 판화 제작 및 판매에 특화된 (주)프린트베이커리 자회사를 설립하였으나, 2019년 지분 일부 매각으로 연결 대상에서 제외하였다.

서울옥션의 매출액 구성



자료: 서울옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 연혁



자료: 서울옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 주주 구성과 자회사 현황

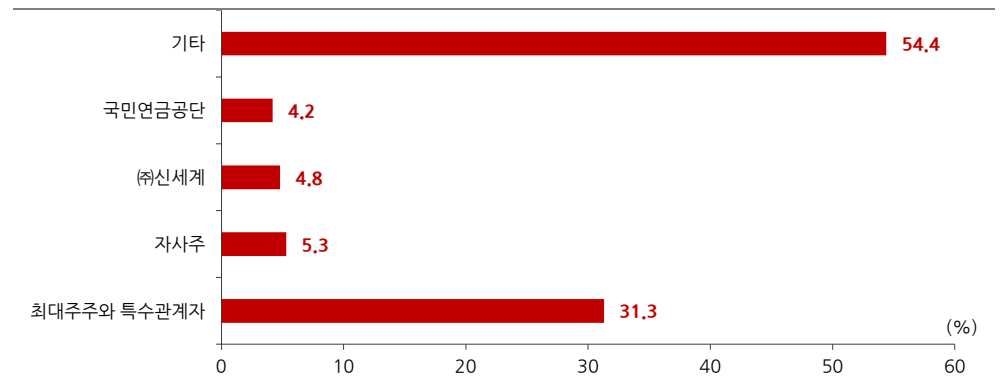
최대주주는 이호재이사로

13.3% 지분 보유

서울옥션의 최대주주는 이호재 이사이며, 2022년 3월말 기준 13.3%의 지분을 보유하고 있다. 이호재의 아들 이정용과 이정봉의 지분율은 각각 6.4%, 3.0%이다. 최대주주와 특수관계자의 지분 합계는 31.3%이다. 자사주는 5.3%가 있다. 이 외 주요 주주로는 (주)신세계와 국민연금공단이 있으며, 지분율은 각각 4.8%, 4.2%이다. (주)신세계는 작년 12월 제 3자 배정 유상증자로 지분을 획득했으며, 총 280억원의 자금을 투자했다. 이는 사모 형태로 발행되었으며 1년간 보호 예수 기간이 있다. 올해 6월 언론을 통해 (주)신세계가 서울옥션을 인수한다는 소식이 보도가 되었고, 서울옥션은 6월과 7월(7/15) 두 번의 조화공시를 통해 (주)신세계가 서울옥션 지분 매각을 검토한 바 있으나 아직까지 구체적으로 결정된 바가 없다는 것을 밝혔다. 서울옥션은 구체적인 사향이 결정되는 시점 또는 3개월 이내에 재공시 예정이다.

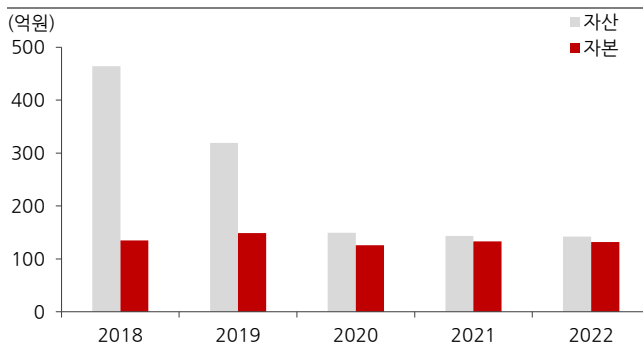
동사의 100% 자회사로 홍콩에서 미술품 경매와 중개를 하는 서울옥션 홍콩법인이 있다. 2022년 3월말 기준 자산은 142억원, 부채는 10억원이다. 코로나가 발생하기 전인 2019년엔 이익을 기록하였으나, 2020년과 2021년엔 각각 16억원, 3억원 적자를 기록했다. 2022년 코로나 엔데믹화로 올해 11월 경매 재개 예정 중이나, 실제 진행될 지 여부는 지켜볼 필요가 있다. 서울옥션이 지분을 보유한 관계사로 서울옥션블루(지분율 16%), 프린트베이커리(지분율 19%) 등이 있다.

서울옥션 주주구성



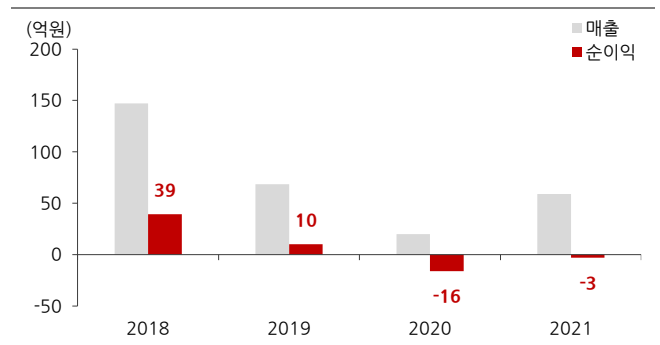
주: 2022년 3월말 기준, 자료: 서울옥션, 한국IR협회의 기업리서치센터

서울옥션 홍콩법인 자산 및 자본 추이



자료: 서울옥션, 한국IR협회의 기업리서치센터

서울옥션 홍콩법인 매출액 및 순이익 추이



자료: 서울옥션, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

2021년 세계 미술품 경매시장 규모는 171억달러.

국내 미술품 유통시장 규모는 9,223억원.

경매시장은 3,280억원.

서울옥션의

미술품 경매시장 점유율은 49.8%

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

2021년 세계 미술품 경매시장 규모는 171억 달러(약 21조원)으로 2020년 대비 63% 급증했다. 이는 2014년 179억달러 이후 최대 규모이다. 2020년 코로나 19에 따른 경매시장 위축으로 인한 1) 기저효과도 있었으나, 전세계의 확장적 재정·통화 정책에 따른 2) 글로벌 유동성 확대와 3) MZ세대의 미술시장에의 유입 및 온라인 경매 활성화 영향이 크다. 거래도 활발히 이뤄지며 2021년 경매 건수는 66.3만 건으로 2020년 대비 29% 증가했으며, 경매 낙찰률도 69%로 직전년도(61~66%) 보다 상승했다. 국가별 경매 낙찰금액을 비교해 보면, 중국과 미국이 60억달러, 58억 달러로 압도적으로 많았으나, 한국도 2.4억달러의 규모로 6위를 기록했다. 한국의 직전 순위 최고치는 15위였다.

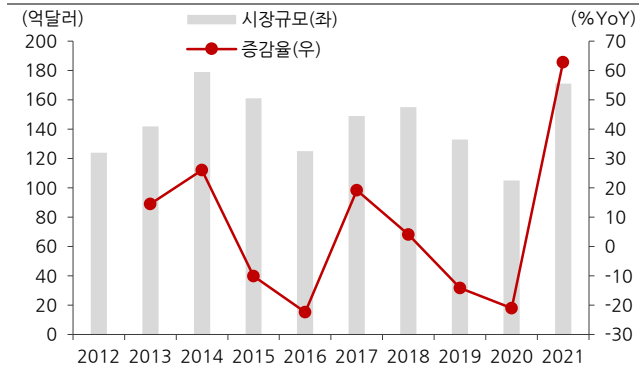
국내 미술품 유통시장의 규모는 2021년 급증했다. 2021년 국내 미술품 유통시장(화랑+경매+아트센터 합산 기준) 규모는 9,223억원으로 2020년 대비 180% 증가했다. 이 중 서울옥션이 속한 경매시장의 2021년 규모는 3,280억원으로 직전년도 대비 184% 증가했으며, 전체 유통시장에서 차지하는 비중은 35.6%를 기록했다. 2021년 경매시장에서 두드러진 모습은 온라인을 통한 개최건수가 급증했다는 것이다. 2021년(11월까지 누적 기준) 온라인 미술품 경매 개최 건수는 202회로 2020년 대비 24% 급증했다. 온라인 미술품 판매금액 규모는 547억원으로 오프라인 대비 23% 비중이 그치고 있으나, 2020년 대비 118% 급증하며 높은 성장률을 기록했다.

예술경영지원센터가 집계한 국내 미술품 경매회사의 시장점유율을 살펴보면, 서울옥션과 케이옥션이 과점 구조를 이루고 있다. 2021년 국내 미술품 경매시장의 시장 점유율은 서울옥션이 49.8%, 케이옥션이 41.3%를 차지하고 있다. 기타 9%에 해당하는 시장은 6개 경매 회사가 나눠 점유율을 차지하고 있다.

2021년 국내의 낙찰가 Top 10작품 중 9개 작품이 서울 옥션을 통해 거래되었으며, 1위를 차지한 쿠사마요이의 <PUMSKIN>은 54.5억원으로 경매 최고가를 기록했다.

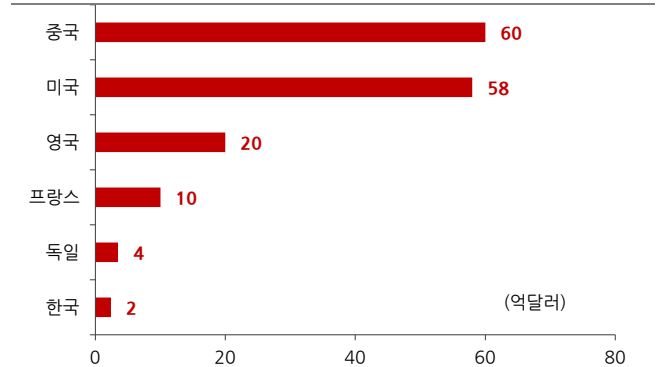
(재)예술경영지원센터에 따르면, 2022년 상반기 한국 미술품 유통시장 규모는 5,329억원으로 추산된다. 이 중 경매시장은 1,450억원 규모로 2021년 상반기 1,448억원 대비 소폭 증가했다. 글로벌 인플레이션과 경기 침체에 대한 우려로 투자심리가 위축된 가운데, 상반기 한국 미술품 경매 시장은 상대적으로 견고한 모습을 보여 주었다.

세계 미술품 경매시장 규모와 증감율 추이



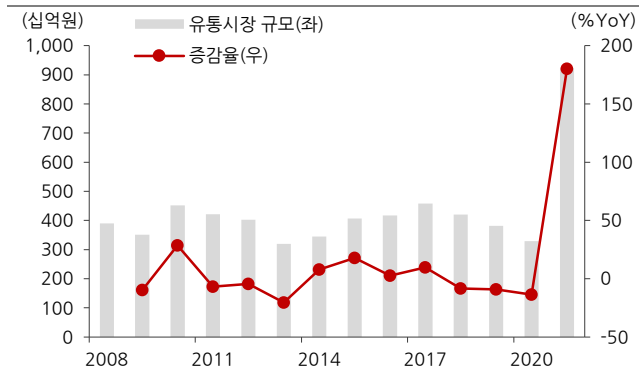
자료: Artprice, 한국IR협의회 기업리서치센터

국가별 경매시장 규모



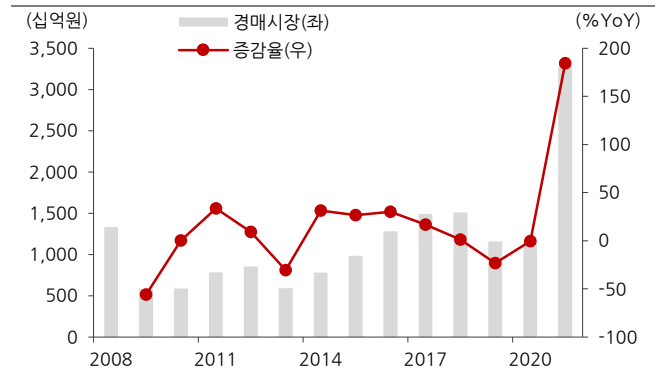
주: 2021년 기준, 자료: Artprice, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 미술품 유통시장 규모와 증감율 추이



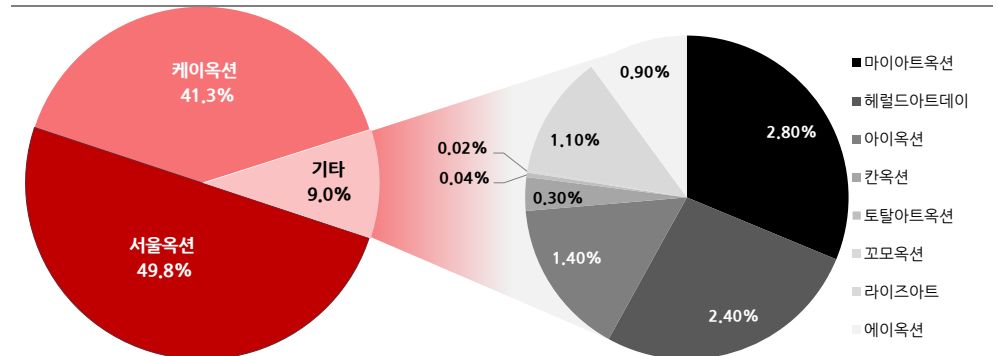
자료: 예술경영지원센터, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 미술품 경매시장 규모와 증감율 추이



자료: 예술경영지원센터, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 미술품 경매시장 경매회사별 점유율



주: 2021년 기준, 자료: 예술경영지원센터, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1) 컬렉터 저변 확대에 따른 매출 성장 기대

**MZ세대 유입에 따른
경매 참여자 증가로
매출 성장 기대**

MZ세대의 미술품 시장의 본격적인 유입에 따른 경매 참여자 증가로 서울옥션의 매출 성장이 기대된다. MZ세대 미술품 경매 시장에서의 유입은 코로나19 이후 1) 온라인 경매 활성화와 부동산 세제 규제 이슈 속에 부각된 2) 미술품 투자 시 유리한 세금제도에 기인한다.

코로나19를 계기로 MZ세대가 미술품 시장에 컬렉터로 등장하고 있다. Z세대의 경우, 소득 및 자산 수준이 아직 기존세대보다 낮아 낙찰금액 면에서 두드러진 모습을 보이고 있진 못하지만, 트렌드를 형성하고 신진작가를 발굴하는 데 기여하고 있다. 밀레니얼 세대는 실제 미술품 시장을 이끌어가는 주체로 성장했다. Art Basel과 UBS의 〈The Art Market 2021〉보고서에 따르면, 세계 고액자산가 컬렉터 중 밀레니얼 세대가 52%의 비중을 차지하며 1위를 차지했다. 또한 2020년 실제 작품을 1백만불 이상 구입한 비중도 30%로 X세대(18%)와 베이비부머(17%)와 지출 규모 면에서도 차이를 보였다.

이와 같은 MZ세대의 부상은 코로나 19이후 자산가격 상승과 함께 온라인 경매 활성화가 한 몫을 했다. 국내의 경우, 부동산 관련 규제가 엄격해지는 가운데 상대적으로 유리한 세금제도도 미술품에 대한 투자를 유인하는 요소로 작용했다.

코로나 19 이후 온라인 경매가 활성화되고 있다. 온라인 경매시장의 부상은 국내에만 그치지 않는다. 글로벌 경매사인 소더비와 크리스티의 낙찰 건수와 낙찰금액에서의 온라인 비중은 2020년에 급격히 증가하는 모습을 보여주었다.

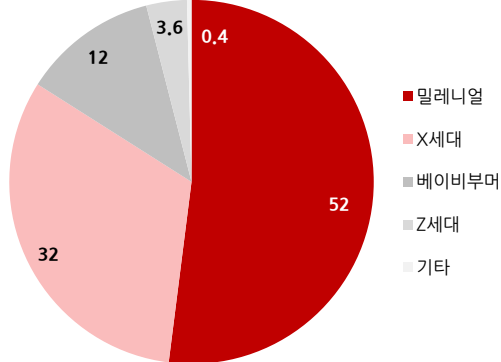
서울옥션도 온라인 신규회원 가입수가 2020년 4,364명에서 2021년 10,650명으로 144% 급증했다.

**미술품이 세제상
유리하다는 것도
투자자산으로서
매력적 요인으로 작용**

미술품이 다른 자산 대비 세제상 유리한 측면이 있다는 점도 투자 자산으로서의 매력적 요인이 되고 있다. 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.

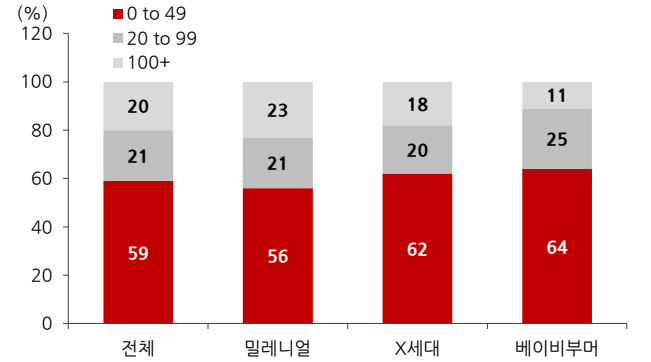
개인투자자 입장에서 미술품 구입 후 판매 시 판매금액이 6천만원 미만이면 비과세된다. 판매금액이 6천만원을 초과해도 국내 작가가 생존 시에는 비과세된다. 해외 작가 작품의 경우 판매금액이 6천만원을 초과하면 과세되는데, 이 때 일부 필요 경비를 인정해 준다. 필요경비는 6천만원 이상~1억 미만의 경우 판매금액의 90%를, 1억 이상의 경우 판매금액의 80%를 필요 경비를 인정해 준다. 세금 산출은 판매금액에서 필요경비를 제외한 금액에 세율을 20% 적용한다.

고액자산가(High Net Wealth) 연령대별 컬렉터 비중



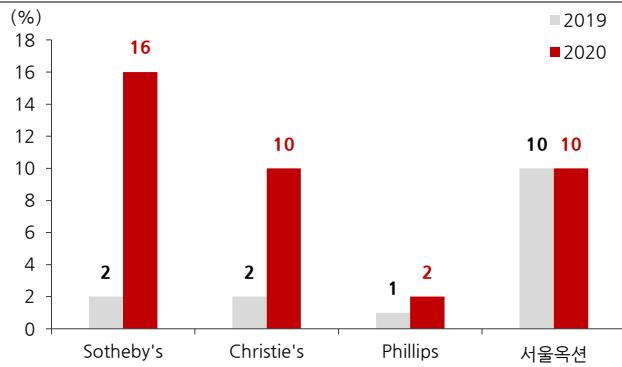
주: 2021년 기준, 부동산과 사업체 자산을 제외한 순자산 규모가 1백만달러를 초과하는 사람, 2년동안 미술품 구입 경험이 있는 사람.
자료: Arts Economics, 한국IR협회의 기업리서치센터

HNW의 연령대별 미술품 구입 개수 비중



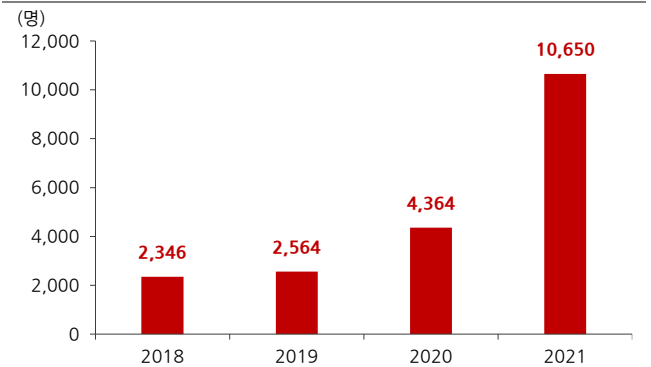
자료: Arts Economics, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 경매회사의 온라인 낙찰금액 비중



주: 전체 낙찰금액 대비 비중, 자료: Art Basel & UBS

서울옥션의 온라인 신규회원 가입수 추이



자료: 서울옥션, 한국IR협회의 기업리서치센터

한국 미술품 양도 시 과세제도

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

자료: 한국조세재정연구원, 한국IR협회의 리서치센터

2) 온라인 사업을 통한 중장기 성장 기대

오프라인 경쟁력을 유지하며
온라인 경매 사업을 강화해
중장기 성장 도모

서울옥션은 경매소, 전시관, 보관고 등 국내와 홍콩에 다양한 오프라인 거점을 구축하고, 이를 토대로 미술품 경매 시장에서 시장 점유율 1위를 장기간 유지하고 있다. 동사의 2021년 오프라인 경매낙찰률은 88%였으며, 이는 올해 1분기에도 유지되었다.

서울옥션은 오프라인 경쟁력을 유지하면서, 제로베이스(ZeroBase)와 블랙랏(BlackLot)을 통해 온라인 경매를 강화하고 있다.

제로베이스는 2019년에 시작한 온라인 경매 섹션이다.

제로베이스는 신진작가에게 작품을 직접 위탁 받아 0원에서 경매를 시작한다. 현재 제로베이스를 통한 경매는 낙찰금액이 크지 않아 서울옥션의 매출에는 크게 영향을 미치지 못하고 있으나, 작가와의 컨택 포인트를 넓히고 고객 저변을 확대하는데 기여하고 있다. 통상 1회 경매 진행 시 신진작가와의 컨택포인트를 5명 정도 얻게 된다. 동사는 2019년부터 지금까지 제로베이스에서의 온라인 경매를 통해 70여명의 작가와 컨택포인트를 만들었다.

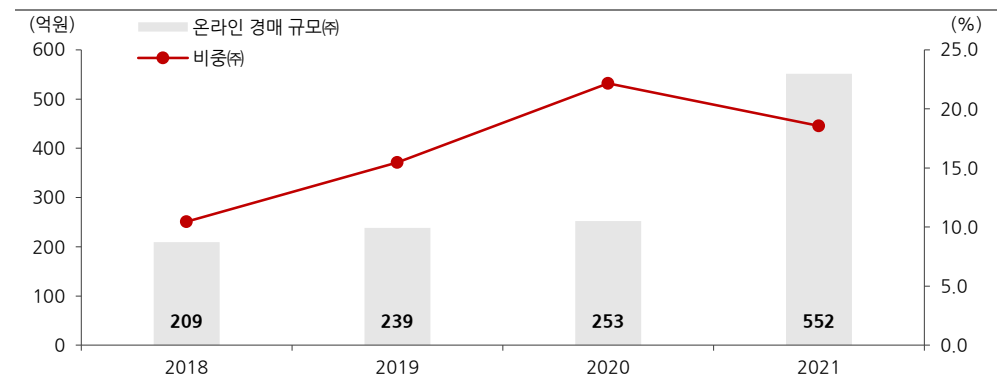
블랙랏은 작년 12월 웹기반으로, 올해 4월 어플(Application)로 출시한 신사업이다.

이는 온라인 중개플랫폼으로, 수익원은 판매자에게 수취하는 수수료이다. 약관상 수수료율은 10~15%이나, 현재는 프로모션 기간으로 5%를 수취하고 있다. 현재는 판매자를 서울옥션과 거래하고 있는 화랑, 갤러리로 제한해 퀄리티를 컨트롤하고 있으나, 향후 정책적 보안(블록체인 등 시스템적 보안)이 이뤄지면 개인으로 확장할 계획이다.

예술경영지원센터 자료에 의하면 2021년 온라인 경매시장 규모는 552억원으로 2020년 대비 118% 급증했다. 전체 경매시장 규모의 18.6%의 비중이다.

아직 온라인 미술품 경매 및 중개가 동사의 수익에 미치는 영향은 크지 않다. 2021년 서울옥션의 온라인 미술품 경매 낙찰 규모는 122억원으로 전체 낙찰 규모의 8% 수준에 머무르고 있다. 그러나 동사는 위와 같은 전략을 통해 향후 온라인 미술품 경매 및 중개 시장 성장과 함께 추가 성장 기회를 모색할 수 있다.

국내 미술품 경매시장 온라인 경매 시장 규모 및 비중 추이



자료: 예술경영지원센터, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

서울옥션의 매출 유형은

- 1) 상품매출,
- 2) 경매매출,
- 3) 중개매출이 있음

서울옥션의 매출 유형은 크게 1) 상품매출, 2) 경매매출과 3) 중개매출이 있다. 이 외 동사가 올해 추가적인 수익을 취하기 위해 시도하고 있는 매출은 미술품담보대출 매출이다. 2021년 매출액 기준으로 상품매출, 경매매출과 중개매출의 비중은 각각 58.4%, 32.2%와 7.1%이다.

상품매출은 시장트렌드를 예측해 성장성이 유망한 작품을 매입해 수요자에 직접 판매하거나 경매를 통해 판매, 매차익을 실현하는 매출이다. 연평균 매출총이익률은 15~20% 수준이다.

경매매출은 수수료만을 수익으로 인식한다. 낙찰가를 기준으로 통한 위탁수수료는 10%, 구매수수료는 18%이다.

중개매출은 특정 작품의 소장자와 해당 작품의 수요자의 사적으로 매칭해 주고, 수수료를 수취하는 매출이다. 수수료율은 정해져 있지 않다.

올해 미술품담보대출 사업 본격적으로 시도

동사는 올해 미술품담보대출을 통해 추가 수익원을 얻기 위한 시도를 하고 있다. 올해 평균 대출잔고를 150억원으로 유지하며, 월금리 1%로 미술품담보대출을 집행해 한 달에 1억~1.5억원 수준의 매출을 추가적으로 획득한다는 계획이다. 3월말 기준 담보대출금액은 125억원이다. LTV는 50% 수준으로 양도담보계약도 동시에 체결해 대출자가 담보대출을 연체 시 미술품을 매도해 대출금을 수금할 수 있게 했다.

서울옥션의 2021년 매출액 +173.9%YoY 성장. 영업이익률 25.0%로 26.4%pYoY상승

서울옥션의 2021년 매출액은 790억원으로 전년 대비 173.9% 증가했다. 2020년 코로나19에 따른 기저효과(2020년 매출액 289억원(-36.0%YoY))도 있었지만, IFRS이 도입된 2011년 이후 가장 큰 폭의 증가이다. 상품매출, 경매매출과 중개매출이 전년 대비 각각 176.9%, 322.7%와 60.3% 증가했다. 동사의 낙찰 총액은 1,673억원으로 2020년 대비 2.8배 증가했고 유효 수수료율도 2020년 13.8%에서 2021년 15.2%로 1.4%p 상승했다. 이는 글로벌 유동성이 커지면서 미술 시장으로 자금이 유입된데 따른 결과이다. 동사의 영업이익은 197억원으로 흑자 전환했다. 영업이익률도 2020년 -1.4%에서 2021년 25.0%로 개선되었다.

2022년 1분기 매출액 34.3% YoY 성장. 영업이익률 30.5%로 12%pYoY상승

동사의 2022년 1분기 매출액은 216억원으로 전년동기 대비 34.3% 증가했다. 상품매출과 경매매출이 24.2%, 69.8% 증가한 반면, 중개매출은 전년동기 대비 50.4% 감소했다. 영업이익률은 30.5%로 전년동기 대비 12.0%p 개선되었는데, 매출원가율과 판매비용이 각각 7.1%p, 4.9%p 개선되었다. 매출원가율 개선은 상품 매출 비중이 65%에서 60%로 감소하고 원가가 적은 수수료 비즈니스 비중이 높아졌기 때문이다. 지배주주지분 당기순이익은 52억원으로 107% 증가했다.

2022년 매출액 16.2% YoY 성장. 영업이익률 26.1%로 1.1%pYoY상승 전망

당사는 서울옥션의 2022년 매출액은 2021년 대비 16.2% 증가한 918억원으로 추정한다. 2022년 경매 건수 증가 및 낙찰금액 증가로 경매 매출이 13.9% 증가할 것으로 추정한다. 동사는 올해 11월경 홍콩오프라인 경매도 재개할 예정이다. 통상 홍콩 오프라인 경매의 경우 150억원~200억원 정도의 낙찰금액을 기대할 수 있다. 코로나 상황에 따라 유동적일 수 있으나, 서울옥션은 홍콩에서 경매가 어려울 시 국내에서 소화한다는 계획이다. 영업이익률은 26.1%로 2021년 대비 1.1%p 개선을 예상한다. 이는 온라인 매출 비중 확대와 영업레버리지 효과가 크다. 지배주주 당기순이익은 200억원으로 25% 증가가 예상된다.

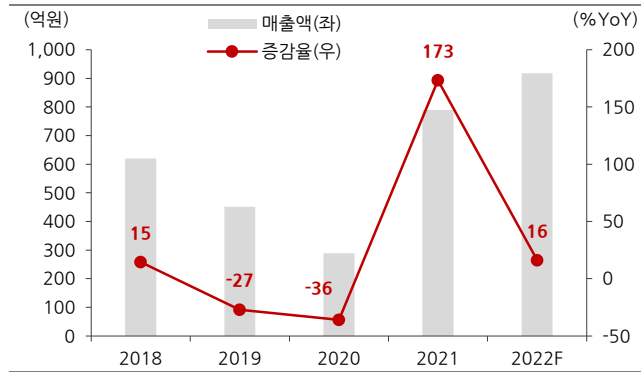
실적추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	620	451	289	790	918
상품매출	360	251	167	461	536
경매매출	155	107	60	254	290
중개매출	46	47	35	56	60
대출금수입	6	9	4	2	11
기타매출	53	38	23	16	21
영업이익	88	-46	-4	197	240
당기순이익	73	-67	-27	160	200
%YoY					
매출액	14.5	-27.3	-35.9	173.4	16.2
상품매출	6.2	-30.3	-33.6	176.9	16.1
경매매출	20.8	-30.9	-43.6	322.7	13.9
중개매출	27.9	0.7	-24.9	60.3	7.6
대출금수입	20.5	50.2	-55.5	-44.3	412.8
기타매출	59.1	-29.4	-39.5	-29.4	30.5
영업이익	37.3	적전	적유	흑전	21.8
당기순이익	131.9	적전	적유	흑전	25.0
영업이익률	14.2	-10.2	-1.4	24.9	26.1
당기순이익률	11.8	-14.9	-9.3	20.3	21.8

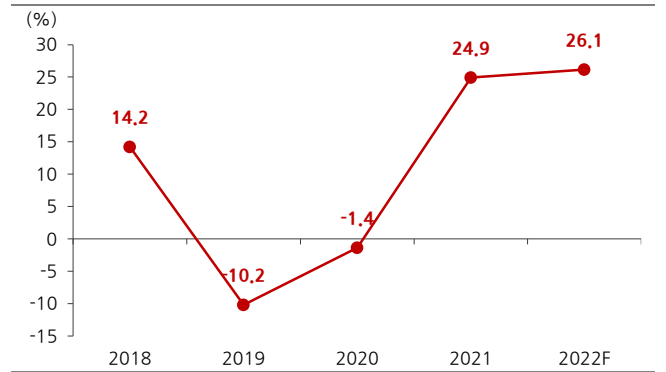
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

서울옥션의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 서울옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

서울옥션의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 서울옥션, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

서울옥션의

22년 예상 PBR은 3.4배.

과거 추이 비교 시

밸류에이션 하단 아님

현재 서울옥션의 22년 예상 PER과 PBR은 17.5배와 3.4배이다. 2011년 IFRS가 도입된 이후 PBR 추이와 비교 시 동사의 현재 밸류에이션은 하단에 위치해 있지 않다. 2011년 이후 PBR 평균은 2.2배이다.

또한 상장되어 있는 케이옥션(PBR 1.2배)과 비교 시에도 동사는 저평가 상태는 아니다. 하지만, 업계 1위로서의 지위를 감안 시, 일정 부분 프리미엄은 타당성이 있다고 판단한다. 동사 주가는 단기적으로 신세계의 동사 인수 여부에 의해 변동성이 커질 수 있다.

2010년 초반 PBR 1배 수준에 머물던 서울옥션은 2015년 PBR 6.1배까지 상승했다. 이는 해외에서 한국 단색화 작품이 재조명되면서 서울옥션의 해외경매 컨텐츠 경쟁력이 강화되었고, 경매매출이 증가하며 지배주주기준 당기 순이익도 129억원으로 2014년 대비 3.6배 증가했기 때문이다. 그러나 매출과 이익 성장이 추세적으로 이뤄지지 않으면서 동사의 주가는 하락했고, 2020년엔 코로나로 인한 금융시장 경색으로 PBR 0.8배까지 하락했다. 2021년에는 글로벌 유동성과 MZ세대 등 경매 참여자의 저변 확대로 동사 PBR은 7.3배까지 상승했다. 최근 주식시장 악화로 주가는 하락했으나, 견조한 업황과 언론에 보도된 신세계 피인수설이 동사 주가에 긍정적으로 작용하고 있다.

서울옥션 연도별 BPS와 PBR Level

(단위: 원, 배)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BPS	2,966	3,076	3,154	3,301	3,978	4,228	4,161	4,484	4,052	3,856	5,154	5,841
High PBR	1.5	1.2	1.1	1.7	6.1	5.9	2.7	3.6	2.6	2.2	7.3	5.6
Average PBR	1.2	1.0	1.0	1.1	4.1	3.9	2.1	2.3	1.8	1.3	3.6	4.0
Low PBR	0.9	0.9	0.8	0.9	1.3	2.3	1.4	1.6	1.3	0.8	1.4	3.1

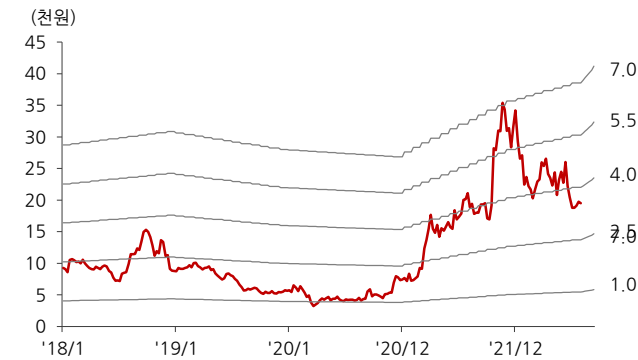
자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

서울옥션 PBR 추이



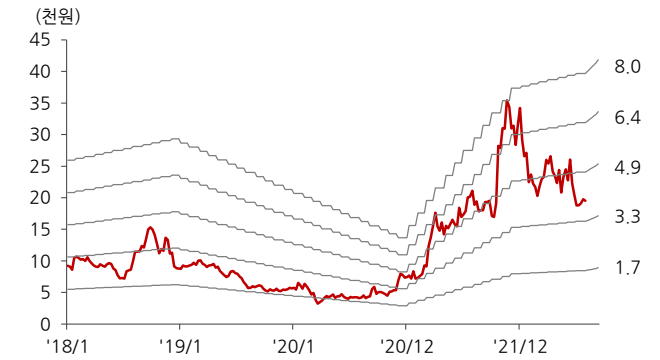
자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

서울옥션 PBR Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

서울옥션 PSR Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

경쟁사 대비

고평가 받고 있으나,

업계 1위로서 프리미엄 감안 시
타당하다고 판단

현재 국내에서 서울옥션과 같이 미술품 경매 업체 중 상장된 곳은 케이옥션이다. 케이옥션은 올해 1월 상장했다. 서울옥션과 케이옥션의 밸류에이션을 비교 시, PER, PBR, PSR 지표에서 서울옥션이 케이옥션 대비 고평가를 받고 있다. 이는 최근 5년간 수익성(ROE 등) 측면에선 비슷한 모습을 보였지만, 시장 점유율과 매출액 규모 면에서 서울옥션이 경쟁력을 보유하고 있기 때문이라 판단한다.

서울옥션과 케이옥션 밸류에이션 비교

(단위: 억원, %, 배)

		서울옥션	케이옥션
시가총액	2022	3,510	888
	2018	2,053	838
자산총계 (억원)	2019	1,728	834
	2020	1,480	742
	2021	1,735	952
자본총계 (억원)	2018	759	235
	2019	686	263
	2020	652	243
	2021	872	710
매출액 (억원)	2018	620	221
	2019	451	306
	2020	289	242
	2021	790	383
	2022E	954	460
영업이익 (억원)	2018	88	41
	2019	-46	41
	2020	-4	15
	2021	197	136
	2022E	288	144
영업이익률 (%)	2018	14.1	18.6
	2019	-10.3	13.3
	2020	-1.4	6.3
	2021	25.0	35.6
	2022E	30.2	31.3
당기순이익 (억원)	2018	73	-7
	2019	-67	26
	2020	-27	-21
	2021	160	105
	2022E	243	108
ROE(%)	2018	10.0	-3.1
	2019	-9.3	10.6
	2020	-4.1	-8.3
	2021	21.1	22.0
	2022E	25.1	15.2
PER(배)	2022E	14.5	8.2
PBR(배)	2022E	4.0	1.2
PSR(배)	2022E	3.7	1.9
배당수익률(%)	2021	0.6	0.0

주: 2022년 PBR의 자본총계는 2021년 기준, 주가와 시가총액은 7/25일 기준, 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

 리스크 요인**리스크 요인은 경기 둔화 시
미술품 매수 수요 감소 우려**

서울옥션의 리스크 요인은 코로나 재확산 및 경기 둔화 시 미술품 매수에 대한 수요가 줄어들 수 있다는 점이다. 인플레이션에 대한 우려가 지속되는 가운데, 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 증폭되고 있다. IMF는 세계 경제성장률을 기존 3.6%에서 3.2% 하향했다. 한국의 2022년 경제성장률도 2.5%에서 2.3%로 낮췄다. 특히, 내년 한국 경제성장률 전망은 2.9%에서 2.1%로 0.8%p 하향했다.

또한 재차 코로나 확진자가 재차 늘어나고 있는 상황도 경기 둔화를 가속화시킬 수 있는 요인으로 작용하고 있다. 상반기 동안 미술품 경매에 대한 수요는 다른 자산 대비 견조했다. 그러나 경기 둔화가 심각해진다면, 이는 미술품 수요 감소로 이어져 서울옥션의 매출 감소로 연계될 수 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	620	451	289	790	918
증가율(%)	14.5	-27.3	-36.0	173.9	16.2
매출원가	367	278	196	502	577
매출원가율(%)	59.2	61.6	67.8	63.5	62.9
매출총이익	253	173	92	289	341
매출이익률(%)	40.8	38.4	32.0	36.5	37.1
판매관리비	166	219	97	91	101
판매관리비율(%)	26.8	48.6	33.6	11.5	11.0
EBITDA	97	-14	17	210	253
EBITDA 이익률(%)	15.6	-3.0	6.0	26.6	27.6
증가율(%)	35.7	적전	흑전	1,110.6	20.4
영업이익	88	-46	-4	197	240
영업이익률(%)	14.1	-10.3	-1.4	25.0	26.1
증가율(%)	37.3	적전	적지	흑전	21.5
영업외손익	-1	-31	-23	-17	-15
금융수익	11	16	9	4	5
금융비용	33	37	28	22	20
기타영업외손익	21	-10	-4	-0	-0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	87	-78	-27	180	224
증가율(%)	113.2	적전	적지	흑전	24.6
법인세비용	16	10	-0	20	24
계속사업이익	71	-87	-27	160	200
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	-87	-27	160	200
당기순이익률(%)	11.4	-19.4	-9.4	20.3	21.8
증가율(%)	131.9	적전	적지	흑전	24.6
지배주주지분 순이익	73	-67	-27	160	200

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-5	-11	-101	114	165
당기순이익	71	-87	-27	160	200
유형자산 상각비	7	30	21	13	12
무형자산 상각비	2	3	1	0	1
외환손익	0	1	1	0	0
운전자본의감소(증가)	-82	24	-94	-112	-48
기타	-3	18	-3	53	0
투자활동으로인한현금흐름	-87	-92	37	-11	-15
투자자산의 감소(증가)	0	0	31	0	-3
유형자산의 감소	60	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-132	-55	-4	-10	0
기타	-15	-37	10	-1	-12
재무활동으로인한현금흐름	116	56	3	-58	-3
차입금의 증가(감소)	85	90	12	-111	29
사채의증가(감소)	-22	0	0	0	0
자본의 증가	3	0	0	0	0
배당금	-13	-16	0	0	-32
기타	63	-18	-9	53	0
기타현금흐름	0	5	-1	0	0
현금의증가(감소)	24	-42	-62	45	147
기초현금	150	174	132	70	115
기말현금	174	132	70	115	262

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	1,433	1,075	906	1,151	1,474
현금성자산	174	132	70	115	262
단기투자자산	93	46	26	74	87
매출채권	105	54	49	34	40
재고자산	619	571	672	673	754
기타유동자산	443	271	88	255	332
비유동자산	620	653	574	584	573
유형자산	477	529	495	493	481
무형자산	13	9	3	9	8
투자자산	43	52	20	33	35
기타비유동자산	87	63	56	49	49
자산총계	2,053	1,728	1,480	1,735	2,047
유동부채	865	640	408	819	815
단기차입금	302	303	274	220	400
매입채무	21	1	15	1	1
기타유동부채	542	336	119	598	414
비유동부채	406	402	420	44	194
사채	11	0	0	0	0
장기차입금	280	354	396	40	190
기타비유동부채	115	48	24	4	4
부채총계	1,272	1,042	828	863	1,009
지배주주지분	759	686	652	872	1,038
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	389	389	389	424	424
자본조정 등	-59	-53	-53	-43	-43
기타포괄이익누계액	-4	-0	-11	8	8
이익잉여금	348	265	242	398	565
자본총계	781	686	652	872	1,038

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	20.4	N/A	N/A	36.1	17.4
P/B(배)	2.0	1.4	1.9	6.6	3.4
P/S(배)	2.4	2.2	4.4	7.3	3.8
EV/EBITDA(배)	20.0	-109.2	106.3	29.3	14.7
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.6	1.0
EPS(원)	432	-395	-161	948	1,126
BPS(원)	4,484	4,052	3,856	5,154	5,841
SPS(원)	3,667	2,665	1,705	4,671	5,169
DPS(원)	100	0	0	200	200
수익성(%)					
ROE	10.0	-9.2	-4.1	21.1	20.9
ROA	3.9	-4.6	-1.7	10.0	10.6
ROIC	6.5	-4.1	-0.3	14.9	18.0
안정성(%)					
유동비율	165.6	168.0	222.2	140.4	180.8
부채비율	162.8	152.0	126.9	99.0	97.2
순차입금비율	54.9	76.4	90.2	43.5	24.0
이자보상배율	5.9	-1.8	-0.2	10.5	13.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.3	0.2	0.2	0.5	0.5
매출채권회전율	7.3	5.7	5.6	19.1	24.9
재고자산회전율	1.1	0.8	0.5	1.2	1.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 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 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 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.