

서울옥션 (063170)

최악을 지나 최고의 해가 될 2021년

스몰캡



안주원

02 3770 5587

joowon.ahn@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	11,000원 (I)
현재주가 (1/19)	7,160원
상승여력	54%

시가총액	1,211억원
총발행주식수	16,917,500주
60일 평균 거래대금	41억원
60일 평균 거래량	601,961주
52주 고	8,330원
52주 저	2,930원
외인지분율	3.65%
주요주주	이호재 외 12 인 35.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.6)	42.9	9.8
상대	(8.6)	22.7	(21.1)
절대(달러환산)	(8.0)	47.8	15.3

투자 의견 'BUY', 목표주가 11,000원 제시

- 서울옥션에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 11,000원 제시. 목표주가는 2021~2022년 예상 평균 EPS에 Target PER 30배 적용. 2021년 실적 턴어라운드 시작되는 첫해이며 향후 미술품 가격 상승에 따른 매출 및 이익 확장성 열려 있는 만큼 높은 밸류에이션 부여.
- 2021년 실적은 매출액 487억원(+78.2%, YoY)과 영업이익 73억원(+443.5%, YoY)으로 전망. 온라인 경매를 중심으로 경매 횟수 증가할 것으로 예상하며 단순 횟수 증가를 넘어선 다양한 형태의 경매 진행될 것으로 판단.
- 최근 문화재/미술품 물납제도에 관한 논의도 활발하게 이루어지고 있는 등 미술품에 대한 관심이 높아질 수 있는 환경 조성에 대한 기대감도 올라가는 중.

밀레니얼 컬렉터들의 유입으로 온라인 경매 매력도 높아지는 중

- 2020년 글로벌 미술경매업체인 크리스티와 소더비 경매 특징은 밀레니얼(1980년대 초반~2000년대 초반 출생한 세대) 컬렉터들의 투자 증가로 온라인 경매에서도 고가의 미술품이 거래(프란시스 베이컨 작품, 약 940억원)되고 미술품 외 보석, 명품가방, 스니커즈 등 다양한 영역으로 확대.
- 국내도 온라인 경매 비중 확연하게 높아지고 있으며(2020년 낙찰총액 250억원, +27%) 온라인 구매에 익숙한 젊은 층들이 지속적으로 유입되며 시장을 이끌고 있음.
- 서울옥션도 경매 진행 시 실시간 온라인 응찰 방식을 적용하고 있고 경매 현장을 온라인 동영상으로 제공하는 등 온라인 방식을 통한 경매 활성화 지속 강화.

매출액과 영업이익 가격 올라가는 중

- 2020년 12월에 진행되었던 국내 메이저 경매를 통해 미술품 가격 상승 확인.(낙찰총액 80억원, 낙찰률 77%) 향후 지속적인 미술품 가격 상승 이루어질 경우 매출액 및 영업이익 확대 가능.
- 2021년 국내 메이저 경매 4회, 온라인 경매 최소 30회 이상 진행, 홍콩 경매 오프라인 1회 진행 및 ARTSY(온라인 경매 미술 플랫폼)와 함께 진행하는 온라인 경매 4~5회 등 2020년 대비(연간 온/오프라인 경매 총 35회 진행)뚜렷한 경매 횟수 증가 예상.
- 국내 1위 미술경매회사인 만큼 시장 변화 수혜 가장 클 것으로 판단.

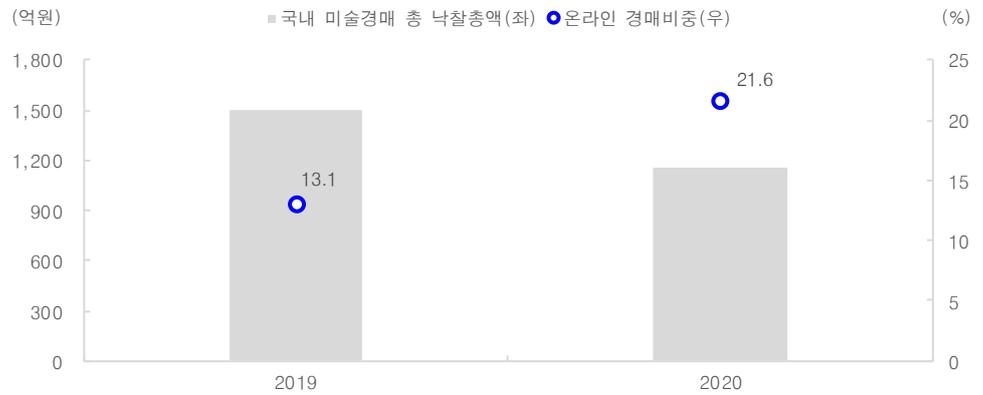
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	620	451	273	487
영업이익	88	-46	13	73
지배순이익	73	-67	-8	55
PER	23.8	-18.8	-158.8	22.0
PBR	2.1	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	22.6	-129.9	39.1	16.2
ROE	10.0	-9.2	-1.2	7.8

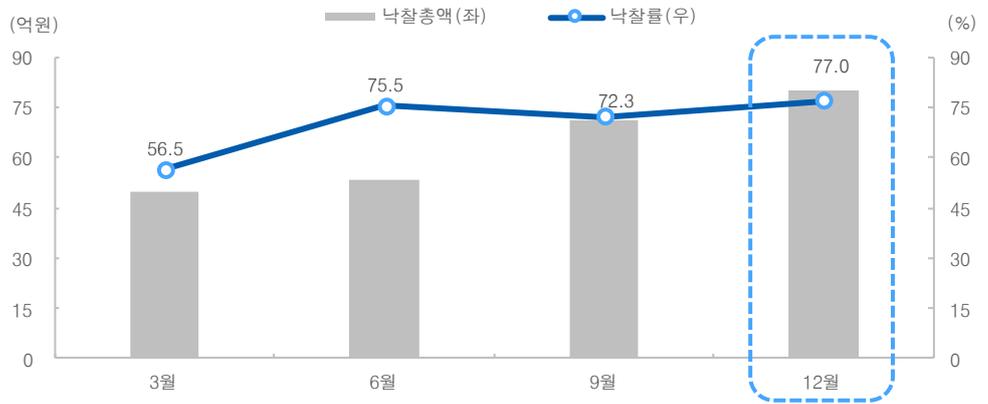
자료: 유안타증권

국내 온라인 미술 경매 비중 변화



자료: K-ARTMARKET, 유안타증권 리서치센터

2020년 서울옥션 국내 메이저 경매 낙찰총액과 낙찰률



자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4QE	2019	2020E	2021E
매출액	10.6	11.6	10.2	12.7	6.8	7.6	6.7	6.2	45.1	27.3	48.7
증가율	-13.4%	-50.5%	2.1%	-22.3%	-35.4%	-34.6%	-34.0%	-51.6%	-27.3%	-39.4%	78.2%
상품	6.7	6.5	4.9	7.0	4.9	4.8	2.3	2.3	25.1	14.4	29.5
경매 수수료	2.5	3.0	1.1	4.1	0.6	1.8	2.0	1.3	10.7	5.8	11.0
중개	0.5	0.7	2.9	0.6	0.5	0.6	1.9	2.0	4.7	5.0	6.1
기타	0.8	1.4	1.3	1.1	0.8	0.3	0.5	0.5	4.6	2.1	2.1
영업이익	0.0	-1.3	-2.8	-0.6	-1.3	0.5	1.1	1.0	-4.6	1.3	7.3
영업이익률	0.2%	-10.9%	-27.6%	-4.5%	-18.6%	6.7%	16.2%	16.4%	-10.2%	4.9%	15.0%
당기순이익	-0.2	-0.9	-3.5	-4.2	-1.6	-0.2	0.5	0.5	-8.7	-0.8	5.5
순이익률	-2.3%	-7.3%	-34.1%	-32.9%	-22.9%	-2.5%	7.0%	8.3%	-19.4%	-2.9%	11.3%

자료: 서울옥션, 유안타증권 리서치센터

서울옥션 (063170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	620	451	273	487	560
매출원가	367	278	169	300	335
매출총이익	253	173	104	188	224
판매비	166	219	90	114	129
영업이익	88	-46	13	73	95
EBITDA	97	-14	48	111	135
영업외손익	-1	-31	-21	-18	-17
외환관련손익	-1	-1	0	0	0
이자손익	-14	-24	-25	-25	-25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	15	-7	4	7	8
법인세비용차감전순이익	87	-78	-8	55	77
법인세비용	16	10	0	0	11
계속사업순이익	71	-87	-8	55	67
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	-87	-8	55	67
지배지분순이익	73	-67	-8	55	67
포괄순이익	68	-85	-6	57	69
지배지분포괄이익	70	-64	-6	57	69

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-5	-11	55	163	139
당기순이익	71	-87	-8	55	67
감가상각비	7	30	31	33	34
외환손익	0	1	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-82	24	18	60	21
기타현금흐름	-1	22	14	15	16
투자활동 현금흐름	-87	-92	-21	-21	-21
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-132	-55	0	0	0
유형자산 감소	60	0	0	0	0
기타현금흐름	-15	-37	-21	-21	-21
재무활동 현금흐름	116	56	-8	-8	-8
단기차입금	48	4	0	0	0
사채 및 장기차입금	16	86	10	10	10
자본	3	0	0	0	0
현금배당	-13	-16	0	0	0
기타현금흐름	62	-18	-18	-18	-18
연결범위변동 등 기타	0	5	-100	-100	-100
현금의 증감	24	-42	-73	35	10
기초 현금	150	174	132	58	93
기말 현금	174	132	58	93	103
NOPLAT	88	-52	13	73	95
FCF	-133	-50	65	171	143

자료: 유안타증권

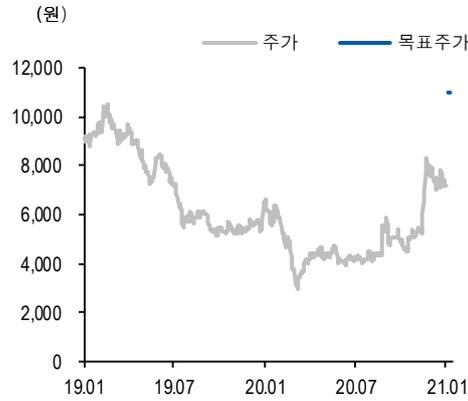
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,433	1,075	1,053	1,098	1,158
현금및현금성자산	174	132	58	93	103
매출채권 및 기타채권	500	302	311	327	342
재고자산	619	571	614	609	643
비유동자산	620	653	678	701	721
유형자산	477	529	548	565	581
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	43	52	52	52	52
자산총계	2,053	1,728	1,731	1,799	1,878
유동부채	865	640	649	659	670
매입채무 및 기타채무	541	298	298	298	298
단기차입금	302	303	303	303	303
유동성장기부채	6	19	29	39	49
비유동부채	406	402	402	402	402
장기차입금	280	354	354	354	354
사채	11	0	0	0	0
부채총계	1,272	1,042	1,051	1,062	1,072
지배지분	759	686	680	737	807
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	389	389	389	389	389
이익잉여금	348	265	257	312	379
비지배지분	23	0	0	0	0
자본총계	781	686	680	737	807
순차입금	429	524	607	583	583
총차입금	695	702	712	722	732

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	432	-395	-47	326	395
BPS	4,807	4,344	4,309	4,673	5,111
EBITDAPS	572	-81	282	655	798
SPS	3,667	2,665	1,614	2,881	3,307
DPS	100	0	0	0	0
PER	23.8	-18.8	-158.8	22.0	18.1
PBR	2.1	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	22.6	-129.9	39.1	16.2	13.3
PSR	2.8	2.8	4.6	2.5	2.2

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	14.5	-27.3	-39.5	78.5	14.8
영업이익 증가율 (%)	37.3	적전	흑전	457.6	29.6
지배순이익 증가율 (%)	134.6	적전	적지	흑전	21.2
매출총이익률 (%)	40.8	38.4	37.9	38.5	40.1
영업이익률 (%)	14.1	-10.3	4.8	15.0	17.0
지배순이익률 (%)	11.8	-14.8	-2.9	11.3	11.9
EBITDA 마진 (%)	15.6	-3.0	17.5	22.7	24.1
ROIC	6.9	-4.7	1.1	6.0	6.5
ROA	4.1	-3.5	-0.5	3.1	3.6
ROE	10.0	-9.2	-1.2	7.8	8.6
부채비율 (%)	162.8	152.0	154.6	144.0	132.9
순차입금/자기자본 (%)	56.5	76.4	89.3	79.0	72.2
영업이익/금융비용 (배)	5.9	-1.8	0.5	2.8	3.6

서울옥션 (063170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-20	BUY	11,000	1년		
2020-12-07	Not Rated	-	1년		-
2019-11-22	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2018-11-22	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 안주원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.