2021년 8월 11일

기업분석 | Mid-Small Cap

서울옥션 (063170)

역사상 신고가를 가야하는 이유

Analyst
조은애
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	20,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/10)		1,052.07 pt
시가총액		3,384 억원
발행주식수		16,918 천주
52주 최고가 / 최저가		21,200 / 4,070 원
90일 일평균거래대금		97.11 억원
외국인 지분율		1.4%
배당수익률(20.12)		0.0%
BPS(20.12)		3,725 원
KODAQ 대비 상대수익률	1 개월	9.8%
	6 개월	154.1%
	12 개월	160.2%
주주구성	이호재 (외 12 인)	35.0%
	자사주 (외 1 인)	6.7%

Stock Price

2Q21 Review: 매출액 249억원(+228% yoy), 영업이익 71억원(+1,312%)

서울옥션 2Q21 매출액은 249억원(+228% yoy, +43% qoq), 영업이익 71억원(+1,312% yoy, +122% qoq)를 기록했다. 사업부문별 매출액(yoy, qoq)은 상품 136억원(+182%, +16%), 경매 68억원(+277%, +60%), 중개 26억원(+326%, +123%)로 전 사업부문의 매출액이 큰 폭으로 증가했다. 영업이익률은 수익성이 좋은 경매사업부문 호조와 대손상각비 환입(6억원)으로 29%(+22%p yoy, +11%p qoq)를 달성했다.

1H21 경매 낙찰총액은 704억원(2Q21 530억원)을 기록했다. 경합 작품이 늘어나면서 매월 100억원 이상 수준의 낙찰금액을 기록 중이다. 온라인 경매도 정규편성 되면서 상반기 총 57억원의 낙찰금액을 기록했다.

유례없는 국내 미술품 경매시장 호황, 하반기 홍콩경매 재개에 대한 관심

2021년 국내경매시장 규모는 3,000억원(1H21 1,438억원) 수준에 달할 전망이다. 2015년 국내경매시장 규모가 2,500억원에 달했을 당시 동사 시가총액은 역사상 고가인 4,000억원까지 상승한바 있다. 현재 시가총액 3,400억원은 국내외 미술품 시장 성장성을 온전히 반영하지 못한 수준으로 판단한다. 하반기 홍콩 경매개최를 고려하지 않는 2021년 예상 매출액은 845억원(+193% yoy), 영업이익 217억원(흑자전환 yoy)이다. 홍콩이 재개된다면 약 40~50억원의 매출이 추가될 수 있다. 2015년 국내 화풍 트렌드 확산에 따른 실적개선 시기의 평균 PER 30배를 고려하면 여전히 주가 업사이드는 높다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	50.9	54.2	62.0	45.1	28.9
영업이익	9.6	6.4	8.8	-4.6	-0.4
세전계속사업손익	8.5	4.1	8.7	-7.8	-2.7
순이익(지배주주)	6.6	3.1	7.1	-8.7	-2.7
EPS (원)	386.4	197.5	463.4	-423.1	-172.1
증감률 (%)	-16.6	-48.9	134.6	적전	적지
PER (x)	25.2	44.9	40.8	-44.7	-109.8
PBR (x)	2.3	2.1	4.2	4.7	4.9
EV/EBITDA (x)	18.3	26.1	37.5	-271.9	217.9
영업이익률 (%)	19.0	11.8	14.1	-10.3	-1.4
EBITDA 마진 (%)	19.9	13.2	15.6	-3.0	6.0
ROE (%)	8.9	4.4	10.0	-9.2	-4.1
부채비율 (%)	81.2	113.5	162.8	152.0	126.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 서울옥션 실적테이블

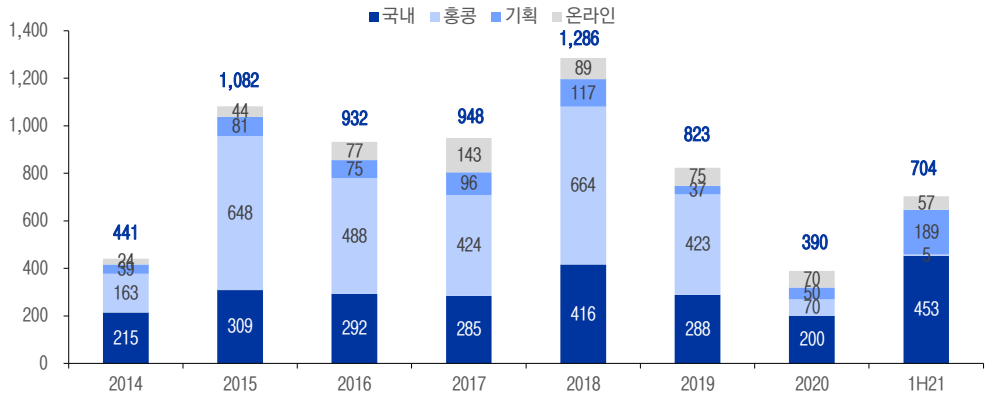
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	**68**	**76**	**67**	**77**	**174**	**249**	**542**	**620**	**451**	**289**	**845**
% qoq	*-46%*	*11%*	*-11%*	*15%*	*127%*	*43%*	*7%*	*15%*	*-27%*	*-36%*	*193%*
1. 상품	49	48	23	46	117	136	339	360	251	167	503
% qoq	*-30%*	*-2%*	*-52%*	*100%*	*155%*	*16%*	*18%*	*6%*	*-30%*	*-33%*	*201%*
2. 경매	6	18	20	16	43	68	128	155	107	61	265
% qoq	*-85%*	*200%*	*11%*	*-20%*	*166%*	*60%*	*-3%*	*21%*	*-31%*	*-43%*	*335%*
3. 중개	5	6	19	5	11	26	36	46	46	35	47
% qoq	*0%*	*20%*	*217%*	*-74%*	*129%*	*123%*	*-35%*	*28%*	*0%*	*-24%*	*35%*
매출총이익	13	26	34	19	58	85	181	253	173	92	295
GPM	*19%*	*34%*	*51%*	*25%*	*33%*	*34%*	*33%*	*41%*	*38%*	*32%*	*35%*
판매비와관리비	26	21	23	27	26	13	117	166	219	97	78
% Sales	*38%*	*27%*	*35%*	*35%*	*15%*	*5%*	*22%*	*27%*	*49%*	*33%*	*9%*
영업이익	**-13**	**5**	**11**	**-7**	**32**	**71**	**64**	**88**	**-46**	**-4**	**217**
OPM	*-19%*	*7%*	*16%*	*-10%*	*18%*	*29%*	*12%*	*14%*	*-10%*	*-1%*	*26%*

자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 국내 미술품 경매사 낙찰총액과 서울옥션 시가총액 추이

자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터, 주석: 2021년 낙찰총액은 상반기 낙찰총액의 2배수로 예상, 홍콩 경매 미포함

그림2 서울옥션 경매 낙찰총액 추이



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

서울옥션 (063170)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	107.5	101.2	143.3	107.5	90.6
현금 및 현금성자산	7.1	15.0	17.4	13.2	7.0
매출채권 및 기타채권	38.0	25.0	49.9	30.1	11.6
재고자산	54.7	54.0	61.9	57.1	67.2
기타유동자산	7.7	7.2	14.1	7.0	4.7
비유동자산	24.0	53.2	62.0	65.3	57.4
관계기업투자등	0.3	3.3	0.3	1.0	0.7
유형자산	13.9	38.3	47.7	52.9	49.5
무형자산	1.8	1.4	1.3	0.9	0.3
자산총계	**131.6**	**154.3**	**205.3**	**172.8**	**148.0**
유동부채	54.7	55.3	86.5	64.0	40.8
매입채무 및 기타재무	22.1	22.8	51.1	27.8	9.6
단기금융부채	27.1	29.7	30.8	32.2	28.3
기타유동부채	5.5	2.7	4.7	4.0	2.9
비유동부채	4.2	26.8	40.6	40.2	42.0
장기금융부채	3.0	25.7	38.7	38.0	40.1
기타비유동부채	1.3	1.0	1.9	2.3	1.9
부채총계	**59.0**	**82.1**	**127.2**	**104.2**	**82.8**
지배주주지분	71.5	70.4	75.9	68.6	65.2
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	34.8	26.5	24.2
비지배주주지분(연결)	1.1	1.9	2.3	0.0	0.0
자본총계	**72.6**	**72.3**	**78.1**	**68.6**	**65.2**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	**50.9**	**54.2**	**62.0**	**45.1**	**28.9**
매출원가	32.0	36.1	36.7	27.8	19.6
매출총이익	**18.8**	**18.1**	**25.3**	**17.3**	**9.2**
판매비 및 관리비	9.2	11.7	16.6	21.9	9.7
영업이익	**9.6**	**6.4**	**8.8**	**-4.6**	**-0.4**
(EBITDA)	10.1	7.1	9.7	-1.4	1.7
금융손익	-1.0	-1.5	-1.5	-2.4	-2.3
이자비용	0.9	1.1	1.5	2.5	2.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.8	1.5	-0.7	0.0
세전계속사업이익	**8.5**	**4.1**	**8.7**	**-7.8**	**-2.7**
계속사업법인세비용	1.9	1.0	1.6	1.0	0.0
계속사업이익	6.6	3.1	7.1	-8.7	-2.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.6**	**3.1**	**7.1**	**-8.7**	**-2.7**
지배주주	6.1	3.1	7.3	-6.7	-2.7
총포괄이익	**7.0**	**2.2**	**7.2**	**-8.4**	**-3.7**
매출총이익률 (%)	37.0	33.4	40.8	38.4	32.0
영업이익률 (%)	19.0	11.8	14.1	-10.3	-1.4
EBITDA마진률 (%)	19.9	13.2	15.6	-3.0	6.0
당기순이익률 (%)	13.0	5.6	11.4	-19.4	-9.4
ROA (%)	4.8	2.2	4.1	-3.5	-1.7
ROE (%)	8.9	4.4	10.0	-9.2	-4.1
ROIC (%)	8.6	4.8	6.3	-2.8	-0.2

현금흐름표

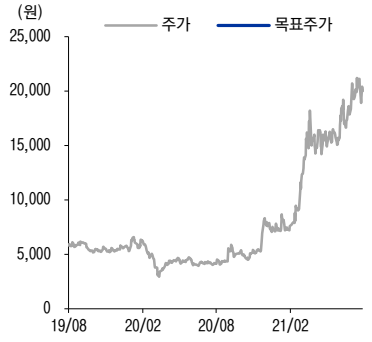
(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	**1.9**	**14.5**	**-0.5**	**-1.1**	**-10.1**
당기순이익(손실)	6.6	3.1	7.1	-8.7	-2.7
비현금수익비용가감	2.9	3.8	2.1	7.9	5.0
유형자산감가상각비	0.4	0.6	0.7	3.0	2.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1
기타현금수익비용	-0.3	0.3	-3.1	0.3	0.1
영업활동 자산부채변동	-3.5	10.1	-8.2	2.4	-9.4
매출채권 감소(증가)	-7.2	5.6	-27.7	3.5	0.2
재고자산 감소(증가)	-3.6	0.2	-7.7	-2.7	-10.8
매입채무 증가(감소)	-1.0	0.8	0.8	0.4	1.4
기타자산, 부채변동	8.3	3.5	26.4	1.3	-0.2
투자활동 현금	**-3.2**	**-29.0**	**-8.7**	**-9.2**	**3.7**
유형자산처분(취득)	-1.6	-25.0	-7.2	-5.5	-0.4
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.0	-0.1	-0.4	0.6
투자자산 감소(증가)	0.0	-3.0	-1.8	-3.3	3.1
기타투자활동	-0.9	-1.0	0.3	0.1	0.5
재무활동 현금	**2.8**	**22.7**	**11.6**	**5.6**	**0.3**
차입금의 증가(감소)	4.9	25.2	9.7	7.2	0.3
자본의 증가(감소)	-1.0	-0.7	-1.0	-1.6	0.0
배당금의 지급	1.6	1.6	1.3	1.6	0.0
기타재무활동	-1.0	-1.8	2.9	0.0	0.0
현금의 증가	**1.7**	**7.8**	**2.4**	**-4.2**	**-6.2**
기초현금	5.4	7.1	15.0	17.4	13.2
기말현금	7.1	15.0	17.4	13.2	7.0

자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	25.2	44.9	40.8	-44.7	-109.8
P/B	2.3	2.1	4.2	4.7	4.9
EV/EBITDA	18.3	26.1	37.5	-271.9	217.9
P/CF	17.4	21.8	34.8	n/a	137.8
배당수익률 (%)	1.0	0.9	0.5	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-18.0	6.5	14.5	-27.3	-36.0
영업이익	10.2	-33.9	37.3	적전	적지
세전이익	-2.0	-52.1	113.2	적전	적지
당기순이익	-6.5	-53.9	131.9	적전	적지
EPS	-16.6	-48.9	134.6	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	81.2	113.5	162.8	152.0	126.9
유동비율	196.6	183.0	165.6	168.0	222.2
순차입금/자기자본(x)	27.9	49.9	54.9	76.4	90.2
영업이익/금융비용(x)	10.9	6.0	5.9	-1.8	-0.2
총차입금 (십억원)	30	55	70	70	68
순차입금 (십억원)	20	36	43	52	59
주당지표(원)					
EPS	386	198	463	-423	-172
BPS	4,228	4,161	4,484	4,052	3,856
CFPS	562	407	543	n/a	137
DPS	100	80	100	n/a	n/a

서울옥션 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.08.11	신규	조은애									
2021.08.11	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)