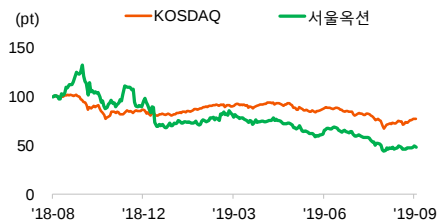


## 홍콩시위가 만들어준 투자 기회

## BUY(TP 하향)

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| 목표주가               | 9,600 원          |
| 현재주가               | 5,970 원          |
| 목표수익률              | 60.8 %           |
| Key Data           | 2019 년 9 월 6 일   |
| 산업분류               | 코스닥 유통           |
| KOSDAQ (pt)        | 631.15           |
| 시가총액 (억원)          | 1,010            |
| 발행주식수 (백만주)        | 17               |
| 외국인 지분율 (%)        | 6.2              |
| 52 주 고가 (원)        | 16,350           |
| 저가 (원)             | 5,500            |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 0.6              |
| 주요주주               | (%)              |
| 이호재 외13인           | 31.8             |
| 주가상승률 (%)          | 1M 6M 12M        |
| 절대주가               | 8.6 -43.4 -50.5  |
| 상대주가               | -5.2 -33.1 -36.0 |

## Relative Performance



## LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

## 1. 목표주가 9,600원 제시

투자의견 '매수(BUY)' 유지하나, 목표주가는 기존 15,000 원에서 9,600 원 으로 하향 제시. 목표가는 12M Fwd EPS 320 원에 Target PER 30 배 적용. Target Valuation 은 동사의 최근 3 년간 Valuation band 의 하단부. 최근 주가 하락은 국내 미술품 시장의 위축 우려와 홍콩시위 등으로 낙찰금액 및 낙찰률 하락 가능성을 반영.

동사의 내재가치 대비 과도한 주가 하락이라는 판단. 이는  
① 홍콩경매 정상적 진행. 홍콩 송환법 철회 선언으로 홍콩시위는 전환점을 맞이할 것으로 기대. 동사는 10 월 5 일 홍콩 그랜드 하얏트 호텔에서 <제 30 회 홍콩 세일> 개최 예정. 10 월초 크리스티(Christie's), 소더비(Sotheby's) 등 해외 주요 경매사들도 정규 경매 개최. 많은 우려 불구, 온라인 경매 대중화와 서면, 전화, 대리 응찰 방식 등을 최대한 활용하여 적극적 경매 참여 기대.

② 한국 고미술품 시장 주목. 9 월 4 일 '제 153 회 미술품 경매'는 낙찰총액 54 억원, 낙찰률 70% 기록. 김환기의 '산' 14 억원, '백자와 꽃' 8.8 억원 낙찰. 특히 고미술품 약진. 조선시대 박제가의 '목동취적도' 0.45 억원→2.5 억원 낙찰, 김준근의 '풍속도' 1.45 억원→2.5 억원 낙찰. 그밖에 출품된 서예작품은 모두 낙찰 성공. 한국 고미술품의 희소성 및 작품성이 재평가되며 한국 미술시장의 확대 기대.

③ 자회사의 턴어라운드. 'SEOUL AUCTION HONG KONG(SA+,지분율 100%)', '서울옥션블루(지분율 37%)', '프린트 베이커리(지분율 38%)'의 성장 가속화 기대.

## Valuation Forecast

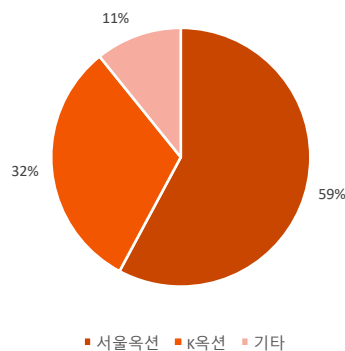
| 구분        | 단위 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019F | 2020F |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 억원 | 509   | 542   | 620   | 579   | 659   |
| 영업이익      | 억원 | 96    | 64    | 88    | 21    | 92    |
| 세전이익      | 억원 | 85    | 41    | 87    | 13    | 86    |
| 순이익       | 억원 | 66    | 31    | 71    | 11    | 67    |
| 지배순이익     | 억원 | 61    | 31    | 73    | 15    | 68    |
| PER       | 배  | 26.84 | 48.14 | 20.36 | 65.43 | 14.87 |
| PBR       | 배  | 2.31  | 2.13  | 1.96  | 1.31  | 1.21  |
| EV/EBITDA | 배  | 18.42 | 26.06 | 19.90 | 24.34 | 10.67 |

## 2. 실적전망

동사의 '19년 연결기준 예상실적은 매출액 579억원(YoY-6.7%), 영업이익 21억원(YoY-76.5%) 전망. 올해 국내 내수경기 위축과 정치적, 사회적 이슈 부각 등으로 국내 미술품 경매시장의 역성장 전망. 홍콩경매도 예상 못한 송환법 이슈 부각에 미술품 경매시장도 성장둔화 불가피할 전망. 대내외 미술품 경매시장의 외부적 환경 요인 변화에 적극적인 대응에도 불구하고, 외형성장 부진이 고정비 부담을 극복하지 못하는 일시적 성장둔화를 경험할 것으로 예상.

3Q 연결기준 예상실적은 매출액 142억원(YoY+42.5%,QoQ+22.4%), 영업이익 3억원(YoY-63.9%,QoQ-122.5%) 전망. 강남 사옥 오픈 효과, 자회사 <프린터 베이커리>의 적극적 확장 전략, 온/오프 라인의 마케팅 파이프 라인 강화, 고미술품의 선전 등 어려운 외부환경 변화에 공격적으로 대응 기대. 지난 6월 '152회' 경매는 낙찰총액 약 110억원, 낙찰률 74%, 9월 '제 153회' 경매는 낙찰총액 54억원, 낙찰률 70% 기록

Exhibit 1. 국내 예술품 경매 M/S



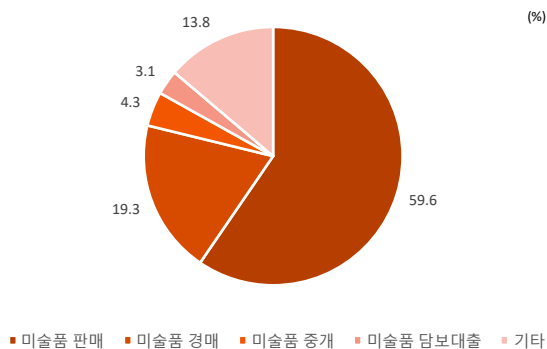
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 국내 미술품 경매 낙찰총액 및 증가율



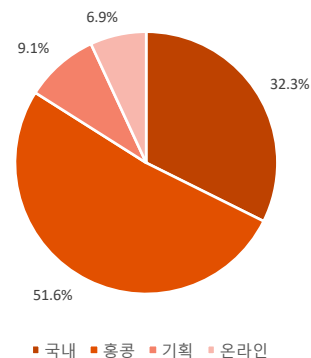
Source: 한국미술사가감정협회, Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 매출비중



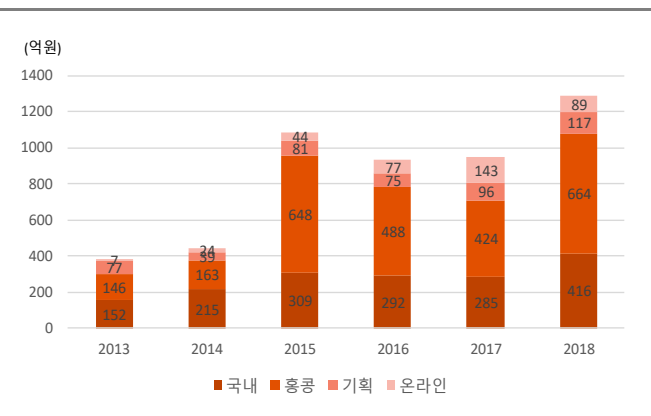
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. '18년 기준, 사업별 낙찰총액 비중



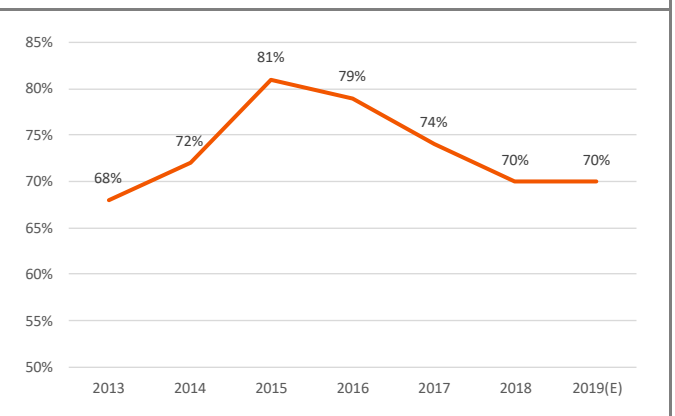
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 주요 사업부별 낙찰총액 추이



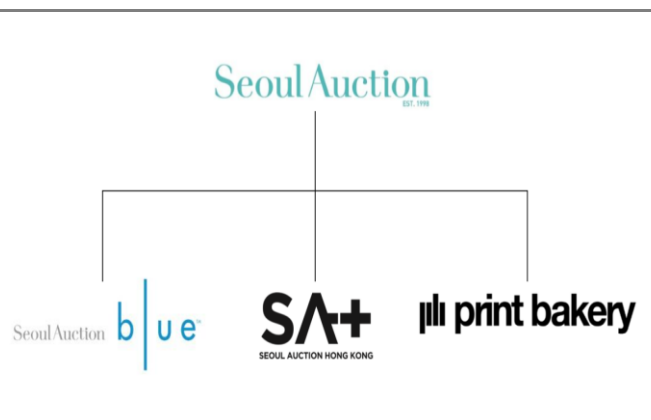
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 경매 낙찰률



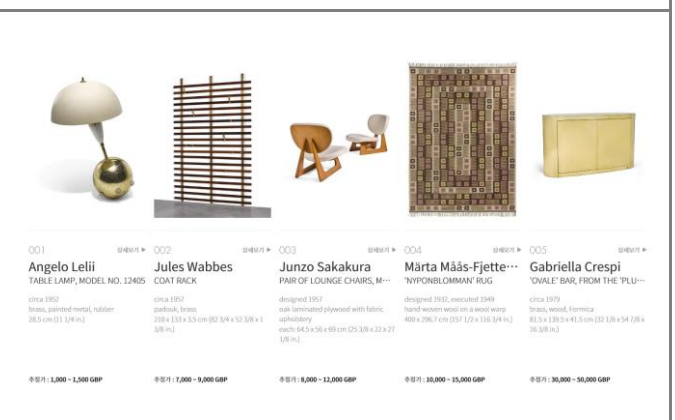
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 관계사 지배구조



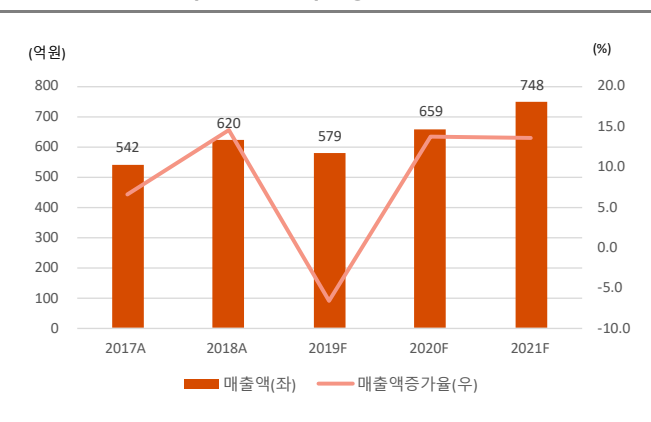
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. '서울옥션블루'의 해외 경매 대행 사업



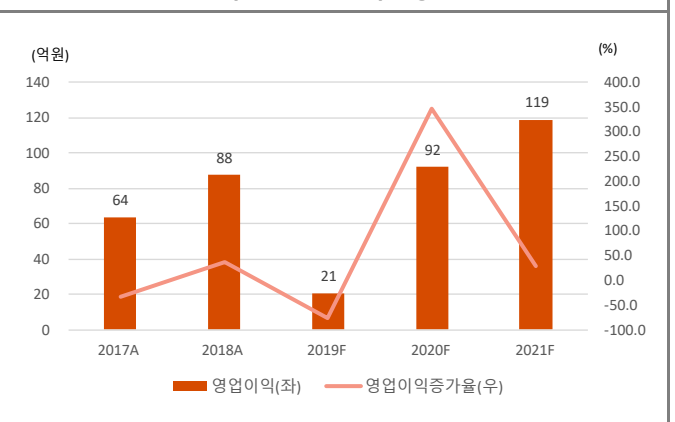
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 매출액 및 매출액성장률



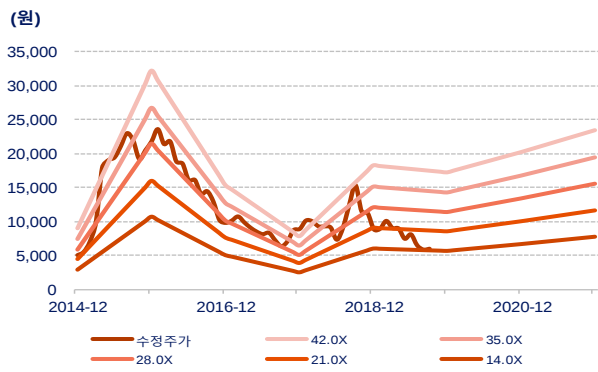
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. 영업이익 및 영업이익성장률



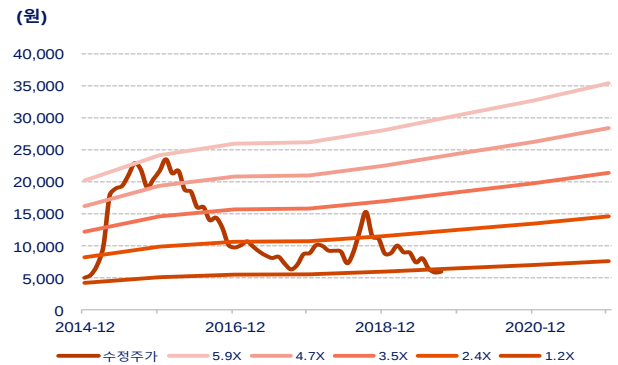
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

## 재무제표

## 재무상태표

| (단위: 억원)     | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자산총계</b>  | 1,543 | 2,053 | 2,139 | 2,315 | 2,506 |
| 유동자산         | 1,012 | 1,433 | 1,376 | 1,490 | 1,612 |
| 현금및현금성자산     | 150   | 174   | 226   | 245   | 265   |
| 단기금융자산       | 45    | 93    | 119   | 129   | 140   |
| 매출채권및기타채권    | 250   | 500   | 345   | 373   | 404   |
| 재고자산         | 540   | 619   | 664   | 719   | 778   |
| 비유동자산        | 532   | 620   | 763   | 825   | 893   |
| 장기금융자산       | 40    | 43    | 56    | 61    | 66    |
| 관계기업등투자자산    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산         | 383   | 477   | 594   | 643   | 696   |
| 무형자산         | 14    | 13    | 19    | 20    | 22    |
| <b>부채총계</b>  | 821   | 1,272 | 1,334 | 1,450 | 1,561 |
| 유동부채         | 553   | 865   | 799   | 865   | 936   |
| 단기차입부채       | 297   | 308   | 356   | 385   | 417   |
| 기타단기금융부채     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무및기타채무    | 247   | 541   | 281   | 304   | 329   |
| 비유동부채        | 268   | 406   | 535   | 585   | 625   |
| 장기차입부채       | 229   | 326   | 458   | 495   | 536   |
| 기타장기금융부채     | 28    | 61    | 45    | 49    | 53    |
| <b>자본총계*</b> | 723   | 781   | 805   | 865   | 945   |
| 지배주주지분*      | 704   | 759   | 772   | 832   | 912   |
| 비지배주주지분      | 19    | 23    | 33    | 33    | 33    |

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

## 현금흐름표

| (단위: 억원)            | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | 145   | -5    | 65    | 79    | 85    |
| 당기순이익               | 31    | 71    | 11    | 67    | 87    |
| 현금유입(유출)이없는수익(비용)   | 38    | 21    | 59    | 91    | 103   |
| 자산상각비               | 8     | 9     | 44    | 59    | 64    |
| 영업자산부채변동            | 101   | -82   | 25    | -47   | -66   |
| 매출채권및기타채권감소(증가)     | 71    | -264  | 152   | -28   | -31   |
| 재고자산감소(증가)          | 2     | -77   | -42   | -55   | -59   |
| 매입채무및기타채무증가(감소)     | 14    | 284   | -263  | 23    | 25    |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -290  | -87   | -128  | -124  | -134  |
| 투자활동현금유입액           | 4     | 85    | 2     | 0     | 0     |
| 유형자산                | 0     | 60    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 투자활동현금유출액           | 294   | 172   | 130   | 124   | 134   |
| 유형자산                | 250   | 132   | 100   | 105   | 114   |
| 무형자산                | 0     | 1     | 7     | 5     | 5     |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 227   | 116   | 113   | 63    | 69    |
| 재무활동현금유입액           | 265   | 194   | 142   | 79    | 85    |
| 단기차입부채              | 11    | 48    | 35    | 29    | 32    |
| 장기차입부채              | 245   | 114   | 102   | 38    | 41    |
| 재무활동현금유출액           | 22    | 65    | 14    | 0     | 0     |
| 단기차입부채              | 4     | 44    | 5     | 0     | 0     |
| 장기차입부채              | 0     | 22    | 9     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름              | 0     | 0     | -3    | -0    | 0     |
| 연결범위변동효과            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 환율변동효과              | -4    | 0     | 6     | 0     | 0     |
| <b>현금변동</b>         | 78    | 24    | 52    | 19    | 20    |
| 기초현금                | 71    | 150   | 174   | 226   | 245   |
| <b>기말현금</b>         | 150   | 174   | 226   | 245   | 265   |

## 포괄손익계산서

| (단위: 억원)        | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 542   | 620   | 579   | 659   | 748   |
| 매출원가            | 361   | 367   | 367   | 420   | 470   |
| <b>매출총이익</b>    | 181   | 253   | 212   | 239   | 278   |
| 판매비와관리비         | 117   | 166   | 192   | 147   | 159   |
| <b>영업이익</b>     | 64    | 88    | 21    | 92    | 119   |
| EBITDA          | 71    | 97    | 64    | 151   | 183   |
| 비영업손익           | -23   | -1    | -7    | -6    | -7    |
| 이자수익            | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 이자비용            | 11    | 15    | 19    | 13    | 15    |
| 배당수익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환손익            | -5    | -1    | -2    | 0     | 0     |
| 관계기업등관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비영업손익         | -8    | 15    | 13    | 7     | 7     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 41    | 87    | 13    | 86    | 112   |
| 법인세비용           | 10    | 16    | 2     | 19    | 25    |
| 연결실체변동관련손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익*</b>   | 31    | 71    | 11    | 67    | 87    |
| 지배주주순이익*        | 31    | 73    | 15    | 68    | 88    |
| 비지배주주순이익        | -1    | -2    | -4    | -1    | -1    |
| 기타포괄손익          | -8    | -3    | 7     | 8     | 8     |
| <b>총포괄손익</b>    | 22    | 68    | 18    | 75    | 95    |

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

## 투자지표

| (단위: 원 배%)         | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>주당지표 및 주가배수</b> |       |       |       |       |       |
| EPS*               | 184   | 432   | 91    | 401   | 522   |
| BPS*               | 4,161 | 4,484 | 4,566 | 4,919 | 5,393 |
| CFPS               | 859   | -30   | 382   | 469   | 503   |
| SPS                | 3,202 | 3,667 | 3,423 | 3,895 | 4,421 |
| EBITDAPS           | 422   | 572   | 380   | 894   | 1,080 |
| DPS (보통, 현금)       | 80    | 100   | 93    | 93    | 93    |
| 배당수익률 (보통, 현금)     | 0.8   | 1.1   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| 배당성향 (보통, 현금)      | 40.5  | 21.6  | 102.2 | 23.2  | 17.9  |
| PER*               | 48.1  | 20.4  | 65.4  | 14.9  | 11.4  |
| PBR*               | 2.1   | 2.0   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| PCFR               | 10.3  | -     | 15.6  | 12.7  | 11.9  |
| PSR                | 2.8   | 2.4   | 1.7   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA          | 26.1  | 19.9  | 24.3  | 10.7  | 9.1   |
| <b>재무비율</b>        |       |       |       |       |       |
| 매출액증가율             | 6.5   | 14.5  | -6.7  | 13.8  | 13.5  |
| 영업이익증가율            | -33.9 | 37.3  | -76.5 | 347.8 | 29.0  |
| 지배주주순이익증가율*        | -53.9 | 131.9 | -84.4 | 508.0 | 30.0  |
| 매출총이익률             | 33.4  | 40.8  | 36.7  | 36.2  | 37.1  |
| 영업이익률              | 11.8  | 14.1  | 3.6   | 14.0  | 15.9  |
| EBITDA이익률          | 13.2  | 15.6  | 11.1  | 22.9  | 24.4  |
| 지배주주순이익률*          | 5.6   | 11.4  | 1.9   | 10.2  | 11.7  |
| ROA                | 4.5   | 4.9   | 1.0   | 4.1   | 4.9   |
| ROE                | 4.4   | 10.0  | 2.0   | 8.5   | 10.1  |
| ROIC               | 4.9   | 6.5   | 1.4   | 5.5   | 6.5   |
| 부채비율               | 113.5 | 162.8 | 165.7 | 167.7 | 165.1 |
| 차입금비율              | 72.8  | 81.2  | 101.0 | 101.8 | 100.8 |
| 순차입금비율             | 52.2  | 58.9  | 72.9  | 73.5  | 72.8  |

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

### ▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

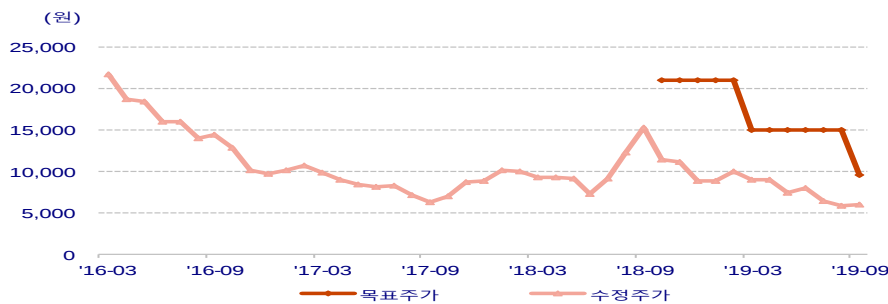
### ▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

#### 서울옥션(063170)

| 일자         | 2018-10-15 | 2019-3-14  | 2019-9-9   |
|------------|------------|------------|------------|
| 투자의견       | BUY(신규)    | BUY(TP 하향) | BUY(TP 하향) |
| 목표주가       | 21,000 원   | 15,000 원   | 9,600 원    |
| 과리율(%)     |            |            |            |
| 평균주가대비     | -50.3%     | -48.1%     |            |
| 최고(최저)주가대비 | -34.8%     | -35.3%     |            |

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

### ▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



### ▶ 투자기간 및 투자등급

#### 기업

|           |                                   |
|-----------|-----------------------------------|
| BUY (매수)  | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상   |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하  |

#### 산업

|                    |                                        |
|--------------------|----------------------------------------|
| OVERWEIGHT (비중확대)  | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립)       | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상     |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

### ▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2019.6.30)

|              |        |
|--------------|--------|
| BUY (매수)     | 100.0% |
| HOLD (보유/중립) | 0.0%   |
| SELL (매도)    | 0.0%   |
| 합계           | 100.0% |