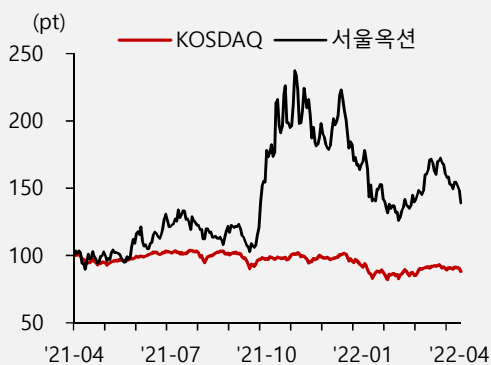


N/R

목표주가	- 원
현재주가	22,050 원
Upside	- %
Key Data	2022년 4월 25일
산업분류	코스닥 유통
KOSPI(pt)	2,657.13
시가총액 (억원)	3,919
발행주식수 (천주)	17,774
외국인 지분율 (%)	0.7
52 주 고가 (원)	37,600
저가 (원)	14,200
60 일 일평균거래대금 (십억원)	8.0
주요주주	(%)
이호재 외	32.9
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-15.2 -19.7 37.0
상대주가	-11.9 -11.2 56.3

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 김민정

mjkim3@leading.co.kr

+822-2009-7315

서울옥션(063170)

그림은 시작, NFT는 도구, 궁극은 아트테크

기업 개요

1983년 오픈된 가나화랑(가나아트갤러리)을 근간으로 1998/12 설립된 국내 대표 미술품 경매전문업체로 2008/7 코스닥 상장. '21년 기준 매출구성은 미술품판매 56%, 미술품경매 34%로 경매시장 내 M/S 1위(49%), 2위는 케이옥션 (42%)임. ('21년 낙찰총액 기준). 연결대상은 현재 서울옥션홍콩 1개사.

투자포인트

1. 시장 성장 본격화 : 미술품 거래는 1차마켓이 갤러리, 아트페어, 개인전시 등이고 경매시장은 2차마켓으로 정의되는데, '21년 글로벌 경매시장은 171억 달러(한화 약 20조 규모)로 전년비 73% 증가하였고, 국내 경매시장은 3,242억원으로 전년비 185% 증가하여 '18년 최고 시장(2,194억원)을 훌쩍 넘었다. 코로나 19 팬데믹은, 그 첫 해 오프라인 행사 등을 일시정지시켰지만 바로 다음 해부터 ①비대면 플랫폼(온라인, 메타버스) 활용, ②대체 투자案으로 아트테크와 디지털자산(디지털아트) 부각, ③신세대를 중심으로 한 희소성의 경제(공동구매플랫폼) 등 붐을 일으켰고, 이러한 추세는 본격화될 것으로 예상된다.

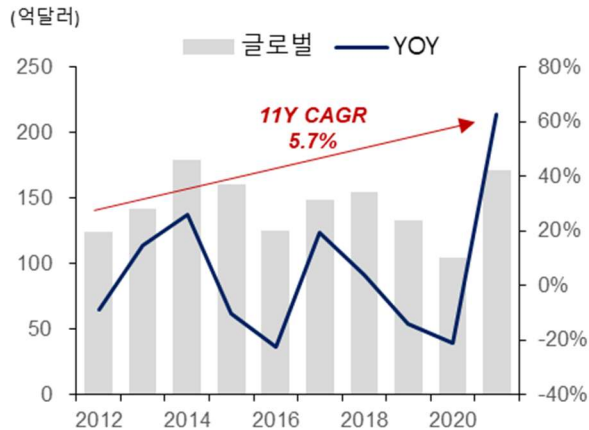
2. 세계 3대 아트페어 중 하나인 '프리즈(Frieze)', 한국에서 개최 예정 : 미술품거래 시장 중 아트페어의 비중은 수치적으로 낮지만, 문화행사로서의 아트페어가 가져오는 영향력은 매우 크다. 아트페어 이후 갤러리와 경매시장이 활성화되는 시너지효과를 가져온다. 올해 9월, 세계 3대 아트페어 중 하나로 부상한 'Frieze 아트페어'가 한국국제아트페어(KIAF)와 협력, 서울에서 개최됨에 따라 글로벌 갤러리들이 한국에서 영업하고 고가 작품들을 판매하는 등 국내외 주요 갤러리와 컬렉터/딜러, 개인수집가들의 관심이 집중될 것으로 전망된다.

3. 미술품 거래 활성화, 경매시장 활황, 신규고객 유입으로 경매 수수료율 상승, 매출/이익 동시 증가 국면 예상 : 지난 2년('19~'20)간 부진을 뛰어넘어 '21년 사상 최대를 시현한 동사의 매출은 '22년에도 약 20% 이상의 성장이 예상된다. 최근 2년간 중단되다시피 한 홍콩법인 오프라인 경매도 하반기에 재개될 예정이다. 다소 폐쇄적인 시장으로 인식되는 미술품 거래의 특성으로 인해 고정고객(VIP)에 대한 혜택 등 경쟁사 대비 매출인식이 다소 낮았던 수수료율은 신규 고객 유입 증가, 경매수수료 인상 및 정상화(매출인식률 증가)로 수익성 개선으로 이어질 것이다. 변동비 구조가 높은 비용구조가 아니어서, 외형증가 자체는 이익증가 폭을 더욱 확대시킬 전망이다.

구분	2017	2018	2019	2020	2021
매출액 (억원)	542	620	451	289	790
영업이익 (억원)	64	88	(46)	(4)	197
영업이익률 (%)	11.8	14.1	-10.3	-1.4	25.0
지배순이익 (억원)	31	73	(67)	(27)	160
PER (배)	48.1	20.4	-	-	36.1
PBR (배)	2.1	2.0	1.4	1.9	6.6
ROE (%)	4.4	10.0	-9.2	-4.1	21.1
EPS (원)	184	432	(395)	(161)	948

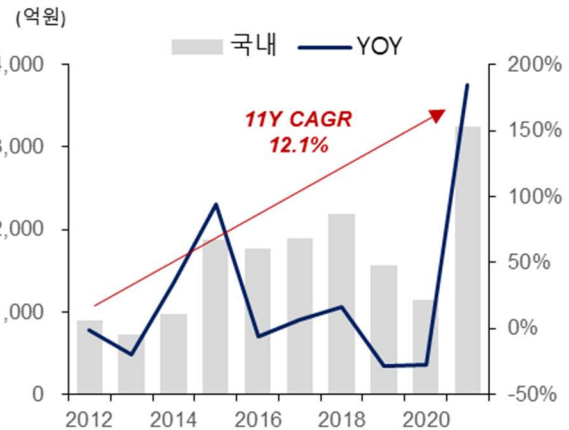
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 글로벌 경매시장 규모 및 성장률



자료: 서울옥션, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 국내 경매시장 규모 및 성장률



자료: 서울옥션, 리딩투자증권 리서치센터

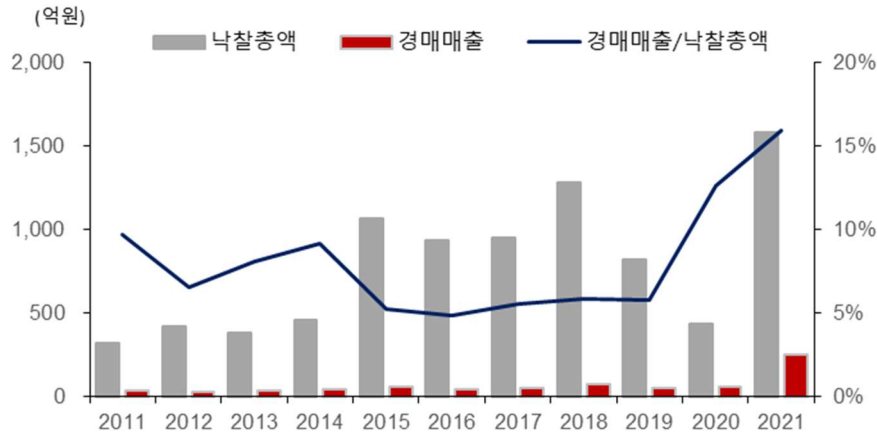
표 1. 세계 3대 아트페어 중 하나인 프리즈(Frieze), 서울에서 개최 예정

	Art Basel @스위스	FIAC @프랑스	Frieze @영국
History	- 모회사 MCH Group AG 1970년 바젤의 유명 화랑주들이 결성 2002년 미국 마이애미 진출(Art Basel Miami Fair) 2013년 아트바젤홍콩 런칭, 아시아 아트마켓 최강자로 자리매김	- 모회사 RX France 1974년 출범, 국제현대미술전시회 - 개최지 파리 그랑팔레 (Grand Palais) 외 - 최근 그랑팔레, 그랑팔레 에페메르 포함 개최장소를 아트바젤 프랑스에 빼기는 사태	1990년대 초반 2012년 뉴욕 진출, 2019년 LA 진출 - 젊고 신선한 아트페어로 각광 - 기존 3대 Major 중 하나인 Art Chicago 대체하고 있는 트렌드
주요 일정	- 아트바젤 스위스 (2022/6/16-19) - 아트바젤 홍콩 (5/27-29) - 아트바젤 마이애미비치 (12/1-3)	매년 10월 하순	2022년 서울 코엑스에서 '프리즈 서울' 개최 예정(Frieze Seoul & KIAF) - Frieze London & Frieze Masters (10/12-16)

자료: 언론기사, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 서울옥션, 신규 고객 유입으로 낙찰총액 대비 경매매출 증가, 매출인식 늘어 증가세 전망

- 2018 년 대비 2021 년 신규 가입 고객이 3~4 배 증가한 것으로 전해짐
- 세계적인 경매회사인 Sotheby's 역시 '21 년 경매 입찰자 중 44%가 신규 고객이었다고 전해짐



자료: (재)예술경영지원센터, 서울옥션, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. [스타트업 생태계] 미술품 공동구매 플랫폼, 약 500 억원 시장으로 성장

- 미술품을 하나의 투자 대상으로 정의하고 거래 가능한 플랫폼들 런칭 중

아트앤가이드 (열매컴퍼니)	- 국내 최초 온라인 미술품 공동구매 플랫폼 - 일인당 최대 500만원까지 투자, 2년 내 목표수익률 20% 달성 시 매각 진행 - 작품 내용 분석하고 가격 가이드라인 제공하는 프로그램 운영 - 블록체인 활용, 데이터 위변조 방지, 소유권 번호 및 정보 확인 가능
TESSA (테사)	- 실물자산 유동화 플랫폼 - 미술품 조각구매, 이용자간 조각 거래 등 가능 - 매각차익, (사용자간)거래수익, 운영수익(외부 전시 통해 발생하는 렌탈수익 등) - 소유권 증명과 거래 이력을 블록체인 원장 특허기술로 활용/관리
SOTWO (서울옥션블루)	- 모바일 앱 기반 아트테크 플랫폼: 미술품 소액 공동구매, P2P(개인간 거래) 마켓서비스 제공 2021/6 서울옥션, 서울옥션블루가 두나무와 NFT사업 MOU체결 - 콘텐츠 발굴 및 확보, 유통을 위한 블록체인 기술적 체제 마련을 위한 공동사업 업무협약
아트투게더	- 미술품 종합거래 플랫폼 1만원(1조각) 단위부터 구매 가능, 작품 가치 상승 시 매각 통해 수익화 - 케이옥션 지분투자(19%), 미술품 공동구매 사업에서 포괄적 업무 협약

자료: 언론기사, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
자산총계	1,543	2,053	1,728	1,480	1,735
유동자산	1,012	1,433	1,075	906	1,151
현금및현금성자산	150	174	132	70	115
단기금융자산	45	93	46	26	74
매출채권및기타채권	250	500	302	116	171
재고자산	540	619	571	672	673
비유동자산	532	620	653	574	584
장기금융자산	40	43	52	20	33
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	383	477	529	495	493
무형자산	14	13	9	3	9
부채총계	821	1,272	1,042	828	863
유동부채	553	865	640	408	819
단기차입부채	297	308	322	283	527
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	247	541	298	114	220
비유동부채	268	406	402	420	44
장기차입부채	229	326	373	398	42
기타장기금융부채	28	61	7	3	0
자본총계*	723	781	686	652	872
지배주주지분*	704	759	686	652	872
비지배주주지분	19	23	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	542	620	451	289	790
매출원가	361	367	278	196	502
매출총이익	181	253	173	92	289
판매비와관리비	117	166	219	97	91
영업이익	64	88	(46)	(4)	197
EBITDA	71	97	(14)	17	210
비영업손익	(23)	(1)	(31)	(23)	(17)
이자수익	0	1	2	0	0
이자비용	11	15	25	22	19
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	(5)	(1)	(1)	(2)	(2)
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	(8)	15	(7)	(0)	3
세전계속사업이익	41	87	(78)	(27)	180
법인세비용	10	16	10	(0)	20
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	31	71	(87)	(27)	160
지배주주순이익*	31	73	(67)	(27)	160
비지배주주순이익	(1)	(2)	(21)	0	0
기타포괄손익	(8)	(3)	2	(6)	14
총포괄손익	22	68	(85)	(33)	175

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동으로인한현금흐름	145	-5	-11	-101	114
당기순이익	31	71	-87	-27	160
현금유입(유출)이없는수익	38	21	79	50	83
자산상각비	8	9	33	21	13
영업자산부채변동	101	(82)	24	(94)	(112)
매출채권및기타채권	71	(264)	237	201	(103)
재고자산감소(증가)	2	(77)	(27)	(108)	(19)
매입채무및기타채무	14	284	(209)	(181)	97
투자활동현금흐름	(290)	(87)	(92)	37	(11)
투자활동현금유입액	4	85	26	45	6
유형자산	0	60	0	0	0
무형자산	0	0	0	6	0
투자활동현금유출액	294	172	118	8	17
유형자산	250	132	55	4	10
무형자산	0	1	4	0	5
재무활동현금흐름	227	116	56	3	(58)
재무활동현금유입액	265	194	97	400	321
단기차입부채	11	48	4	350	266
장기차입부채	245	114	93	50	0
재무활동현금유출액	22	65	25	397	379
단기차입부채	4	44	7	388	328
장기차입부채	0	22	18	9	51
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	(4)	0	5	(1)	0
현금변동	78	24	(42)	(62)	45
기초현금	71	150	174	132	70
기말현금	150	174	132	70	115

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원배,%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	184	432	-395	-161	948
BPS*	4,161	4,484	4,052	3,856	5,154
CFPS	859	-30	-65	-598	674
SPS	3,202	3,667	2,665	1,705	4,671
EBITDAPS	422	572	-81	103	1,243
DPS (보통, 현금)	80	100	0	0	200
배당수익률 (보통, 현금)	0.8	1.1	0.0	0.0	0.6
배당성향 (보통, 현금)	40.5	21.6	0.0	0.0	19.9
PER*	48.1	20.4	-	-	36.1
PBR*	2.1	2.0	1.4	1.9	6.6
PCFR	10.3	-	-	-	50.7
PSR	2.8	2.4	2.2	4.4	7.3
EV/EBITDA	26.1	19.9	-	107.5	29.7
재무비율					
매출액증가율	6.5	14.5	-27.3	-36.0	173.9
영업이익증가율	-33.9	37.3	적전	적지	흑전
지배주주순이익증가율*	-53.9	131.9	적전	적지	흑전
매출총이익률	33.4	40.8	38.4	32.0	36.5
영업이익률	11.8	14.1	-10.3	-1.4	25.0
EBITDA이익률	13.2	15.6	-3.0	6.0	26.6
지배주주순이익률*	5.6	11.4	-19.4	-9.4	20.3
ROA	4.5	4.9	-2.4	-0.3	12.3
ROE	4.4	10.0	-9.2	-4.1	21.1
ROIC	4.9	6.5	-4.5	-0.3	14.4
부채비율	113.5	162.8	152.0	126.9	99.0
차입금비율	72.8	81.2	101.4	104.4	65.2
순차입금비율	52.2	58.9	81.9	93.4	51.9

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

▶ 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 기관투자가 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	2022-04-26
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 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 : 2022.03.31)

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