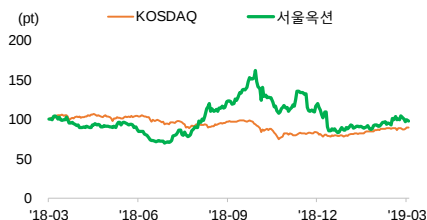


관찰아! 홍콩이 있잖아

BUY(TP 하향)

목표주가	15,000 원
현재주가	9,840 원
목표수익률	52.4 %
Key Data	2019년 3월 13일
산업분류	코스닥 유통
KOSDAQ (pt)	754.89
시가총액 (억원)	1,665
발행주식수 (백만주)	17
외국인 지분율 (%)	5.9
52 주 고가 (원)	16,350
저가 (원)	7,050
60 일 일평균거래대금 (십억원)	3.3
주요주주	(%)
이호재외13인	33.3
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	5.1 -27.4 -3.1
상대주가	3.1 -20.1 13.8

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 목표주가 15,000원 제시

투자의견 '매수(BUY)' 유지. 목표주가는 기존 21,000 원에서 15,000 원으로 하향 제시. 목표가는 12M Fwd EPS 542 원에 Target PER 28 배 적용. Target Valuation 은 동사의 최근 3 년간 Valuation Multiple Band 의 평균값 적용.

동사에 대한 긍정적 시각은 유지. 이는 ① 해외 미술품 경매시장에 적극적 대응을 위한 전략적 교두보 확충. SA+ 설립, 홍콩 경매시장의 호황과 국내 작가의 글로벌 인지도 상승으로 낙찰금액 및 낙찰률 상승세.

② 국내 미술품 시장의 성장기 진입. '단색화' 작품가치 상승에 이어 '구상화'도 부상. 고미술품의 희소성 및 작품성도 재평가, 온라인 경매의 성장, 서울에 이어 부산, 대구 등 지방 대도시 미술품 수요 증가세. 특히 강남 신사옥 오픈으로 신규 수요층 유입 효과 기대.

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

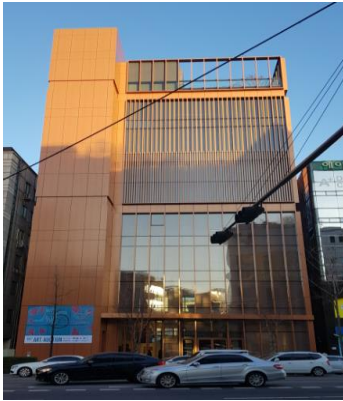
2. 실적전망

동사의 '19년 예상실적은 매출액 757 억원(YoY+22.1%), 영업이익 135 억원(YoY+54.3%) 전망. 올해 실적이슈는 ① 강남 사옥 효과, ② SA+의 성장, ③ 온라인 경매 및 프린터 베이커리 매장 확대 등 온/오프라인의 파이프라인의 성장, ④ 근현대미술 중심에서 고미술로 대중화 및 저변확대 등으로 판단.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	548	509	542	620	757
영업이익	억원	151	96	64	88	135
세전이익	억원	152	85	41	87	120
순이익	억원	129	66	31	72	94
지배순이익	억원	129	61	31	67	92
PER	배	28.39	26.84	48.14	22.10	18.15
PBR	배	5.46	2.31	2.13	1.97	2.00
EV/EBITDA	배	25.10	18.42	26.06	21.49	15.68

Exhibit 1. '19년 1월 오픈한 강남센터 사옥



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 151 회 미술품 경매 현장



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 아시아 최대 아트페어, <아트바젤 홍콩>



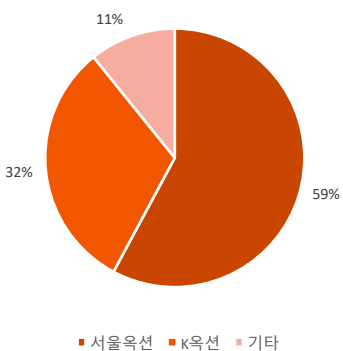
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. print bakery, 삼성 플래그쉽 스토어



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 국내 예술품 경매 M/S



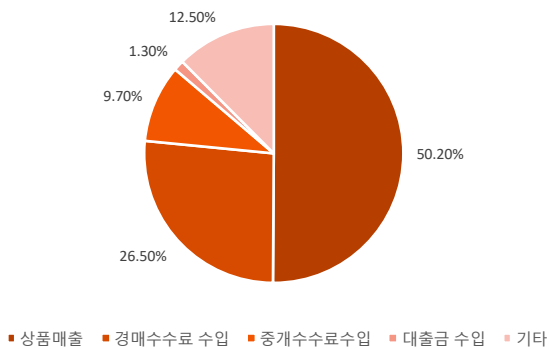
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 국내 미술품 경매 낙찰총액 및 증가율



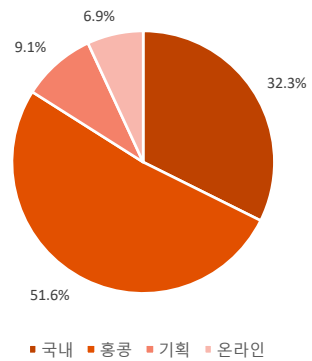
Source: 한국미술시가감정협회, Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 매출비중



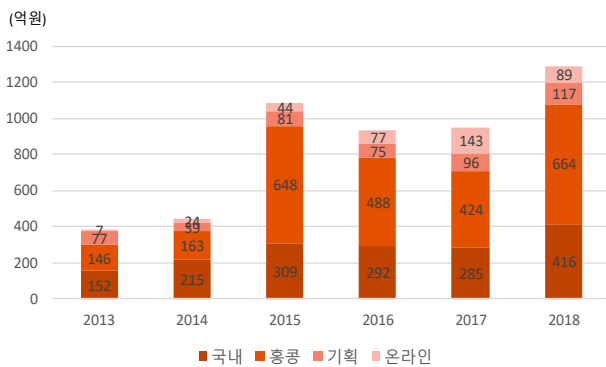
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. '18년 기준, 사업별 낙찰총액 비중



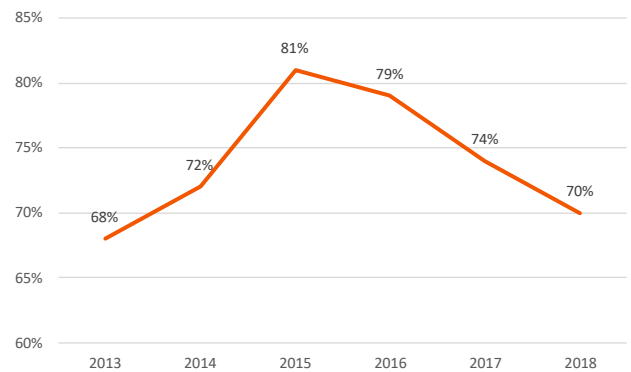
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 주요 사업부별 낙찰총액 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 경매 낙찰률



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. 관계사 지배구조



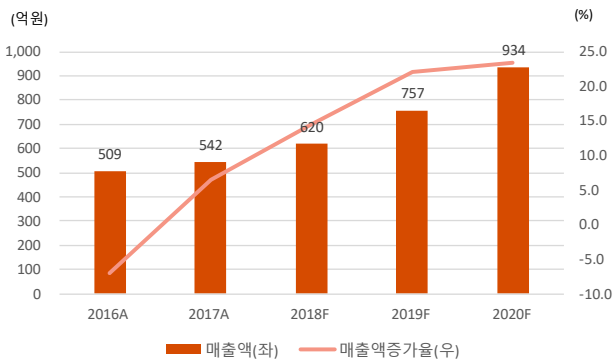
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. '서울옥션블루'의 해외 경매 대행 사업

Item	Artist/Designer	Material	Dimensions	Estimate
001	Angelo Lelli	TABLE LAMP, MODEL NO. 12405	brass, painted metal, rubber: 28.5 cm (11.3 in.)	추정가: 1,000 - 1,500 GBP
002	Jules Wabbes	COAT RACK	iron, brass: 118 x 133 x 33 cm (46 1/4 x 52 3/8 x 13 in.)	추정가: 7,000 - 9,000 GBP
003	Junzo Sakakura	PAIR OF LOUNGE CHAIRS, M...	designed 1957 oak laminated plywood with fabric upholstery: 84 x 56 x 85 cm (32 3/8 x 22 x 33 1/2 in.)	추정가: 8,000 - 12,000 GBP
004	Märta Måås-Fjetter...	'NYORBLICMAN' RUG	designed 1931, executed 1989 hand woven wool on a wood warp: 400 x 296.7 cm (1312 1/2 x 1168 3/4 in.)	추정가: 10,000 - 15,000 GBP
005	Gabriella Crespi	'LOVE' BAR, FROM THE 'PLU...	iron, brass, wood, Formica: 81.5 x 129.5 x 41.5 cm (32 1/8 x 51 x 16 3/8 in.)	추정가: 30,000 - 50,000 GBP

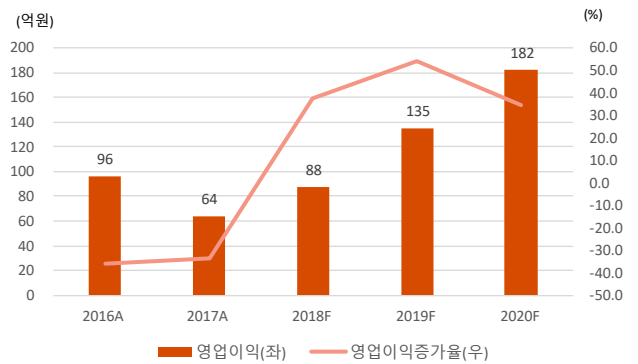
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 매출액 및 매출액성장률



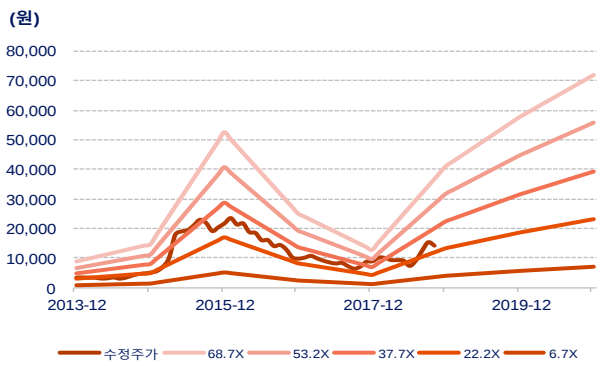
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 영업이익성장률



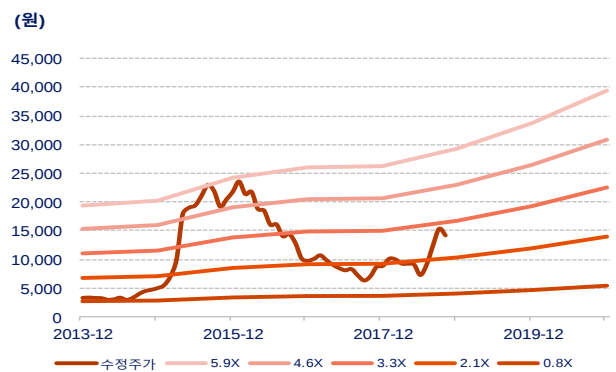
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,316	1,543	2,053	2,222	2,405
유동자산	1,075	1,012	1,321	1,430	1,548
현금및현금성자산	71	150	123	133	144
단기금융자산	27	45	68	73	79
매출채권및기타채권	382	250	321	348	377
재고자산	547	540	765	828	897
비유동자산	240	532	732	792	857
장기금융자산	7	40	51	56	60
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	139	383	545	590	638
무형자산	18	14	16	17	19
부채총계	590	821	1,271	1,365	1,439
유동부채	547	553	581	629	681
단기차입부채	271	297	298	322	349
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	265	247	270	292	316
비유동부채	42	268	690	736	758
장기차입부채	30	229	455	492	533
기타장기금융부채	0	28	23	25	27
자본총계*	726	723	782	857	966
지배주주지분*	715	704	755	830	939
비지배주주지분	11	19	27	27	27

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	19	145	-70	33	35
당기순이익	66	31	72	94	128
현금유입(유출)이없는수익(비용)	29	38	11	54	68
자산상각비	5	8	10	13	14
영업자산부채변동	-35	101	-132	-73	-106
매출채권및기타채권감소(증가)	-18	71	-77	-26	-29
재고자산감소(증가)	-36	2	-224	-63	-68
매입채무및기타채무증가(감소)	-10	14	12	22	24
투자활동현금흐름	-32	-290	-162	-69	-74
투자활동현금유입액	1	4	77	0	0
유형자산	0	0	60	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	33	294	239	69	74
유형자산	17	250	200	55	60
무형자산	7	0	4	4	4
재무활동현금흐름	28	227	207	45	50
재무활동현금유입액	55	265	291	62	67
단기차입부채	30	11	54	25	27
장기차입부채	19	245	231	37	41
재무활동현금유출액	10	22	72	4	5
단기차입부채	0	4	53	0	0
장기차입부채	0	0	19	0	0
기타현금흐름	0	0	-0	1	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	2	-4	-0	0	0
현금변동	17	78	-26	10	11
기초현금	54	71	150	123	133
기말현금	71	150	123	133	144

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	509	542	620	757	934
매출원가	320	361	361	439	537
매출총이익	188	181	259	318	397
판매비와관리비	92	117	171	183	215
영업이익	96	64	88	135	182
EBITDA	101	71	97	148	196
비영업손익	-11	-23	-1	-15	-18
이자수익	0	0	1	1	1
이자비용	9	11	15	17	19
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-1	-5	-0	1	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-1	-8	14	0	0
세전계속사업이익	85	41	87	120	164
법인세비용	19	10	15	26	36
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	66	31	72	94	128
지배주주순이익*	61	31	67	92	125
비지배주주순이익	5	-1	5	2	3
기타포괄손익	5	-8	-3	-4	-4
총포괄손익	71	22	69	90	124

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원, 배, %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	363	184	398	542	741
BPS*	4,228	4,161	4,464	4,909	5,553
CFPS	111	859	-413	192	208
SPS	3,006	3,202	3,664	4,475	5,521
EBITDAPS	599	422	575	874	1,157
DPS (보통, 현금)	100	80	75	75	75
배당수익률 (보통, 현금)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
배당성향 (보통, 현금)	26.0	40.5	18.7	13.8	10.1
PER*	26.8	48.1	22.1	18.2	13.3
PBR*	2.3	2.1	2.0	2.0	1.8
PCFR	88.2	10.3	-	51.2	47.3
PSR	3.2	2.8	2.4	2.2	1.8
EV/EBITDA	18.4	26.1	21.5	15.7	12.1
재무비율					
매출액증가율	-7.1	6.5	14.4	22.1	23.4
영업이익증가율	-36.0	-33.9	37.5	54.3	34.6
지배주주순이익증가율*	-48.8	-53.9	136.0	29.9	36.8
매출총이익률	37.0	33.4	41.8	42.0	42.5
영업이익률	19.0	11.8	14.2	17.9	19.5
EBITDA이익률	19.9	13.2	15.7	19.5	21.0
지배주주순이익률*	13.0	5.6	11.6	12.4	13.7
ROA	7.5	4.5	4.9	6.3	7.9
ROE	8.9	4.4	9.2	11.6	14.2
ROIC	8.7	4.9	6.2	7.7	9.4
부채비율	81.2	113.5	162.5	159.2	149.0
차입금비율	41.4	72.8	96.2	95.0	91.3
순차입금비율	31.6	52.2	80.5	79.5	76.3

(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 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 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.

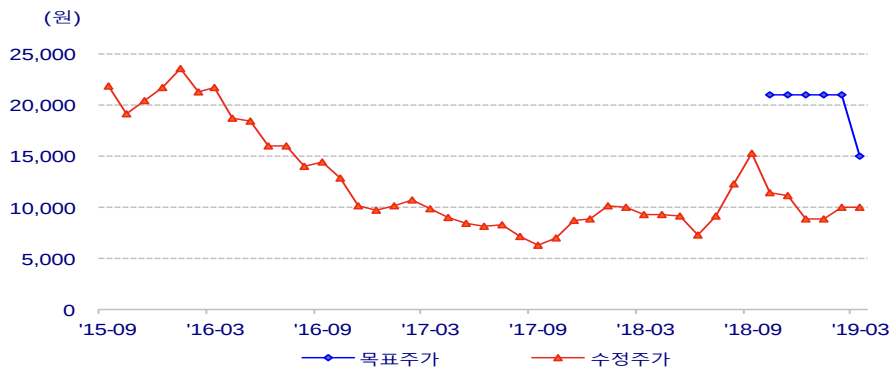
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

서울옥션(063170)

일자	2018-10-15	2019-3-14
투자의견	BUY(신규)	BUY(신규)
목표주가	21,000 원	15,000 원
과리율(%)		
평균주가대비	-50.3%	
최고(최저)주가대비	-34.8%	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 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 : 2018.12.31)

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