

목차

I. 이슈 분석: 미술품 시장 4P 분석	1
1. Place: 글로벌 미술 경매 중심지, 홍콩	
2. Promotion: 기획력 우수한 아시아 경매사 주목	
3. Product: 단색화, 그 다음은?	
4. Price: 아트 쇼퍼의 등장	
II. 종목분석	14
서울옥션(063170)	매수(신규) 30,000원

아트 앤 캐쉬(2): 미술품 시장 4P 분석

컬렉터의 합리적 소비로 눈높이 하향조정 → 중고가 시장 주목

2015년 글로벌 양대 경매사인 크리스티와 소더비의 경매총액은 전년대비 각각 12%, 3% 감소했지만, 서울옥션, K옥션, 신와옥션(일)의 매출액은 두 배 이상 급증했다. 이는 경기 침체로 컬렉터들이 경매시장 전체를 외면한 것이 아니라, 다만 그들의 눈높이가 초고가 미술품에서 고가 미술품으로 이동했다는 것을 보여주는 중요한 시그널이다. 글로벌 컬렉터들이 비싼 미술품 대신 합리적 가격대의 상대적으로 덜 오른 중고가 시장(10만 달러~5백만 달러)에 진입하기 시작하면서 한국 경매회사가 포지셔닝한 시장에는 오히려 업사이드가 열리고 있다.

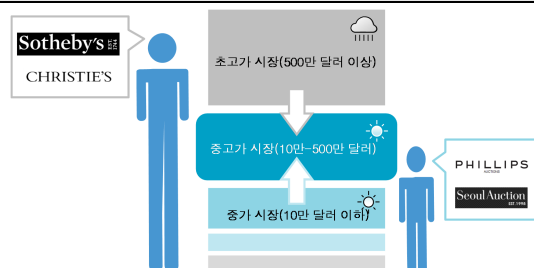
4P 분석: Place(홍콩), Promotion(기획력), Price(중고가), Product(post 단색화)

미술은 돈의 흐름을 따라간다. 런던, 뉴욕에 이어 아시아의 금융 허브인 홍콩이 글로벌 3대 경매 중심지로 급부상하고 있다. 이는 구매력의 이동을 뜻함과 동시에 미술 사조의 중심축이 서구에서 아시아로 움직이고 있다는 것을 의미한다. 기획력과 소싱능력을 갖추고 발 빠르게 움직이는 아시아 경매사들의 전면적 수혜가 예상된다. 나아가 컬렉터들의 관심이 초고가에서 중고가로 옮겨가면서 상대적으로 덜 알려진 작가와 사조에 응찰이 집중되고 있다. 올해 첫 홍콩경매에서 단색화뿐 아니라 김태호, 이항성 등 추상화 작가들의 작품에 비딩이 집중되면서 저평가된 한국 작가와 작품으로 관심이 확산되는 양상이다.

제 3의 한류, 한국미술에 투자하는 가장 쉬운 방법은 '서울옥션'

서울옥션에 대해 투자의견 매수, 목표주가 30,000원(12MF EPS에 목표 PER 25배 적용)으로 커버리지를 개시한다. 서울옥션은 작품 수급능력과 탁월한 기획력을 갖춘 글로벌 경매회사다. 슈퍼리치 대상의 고가 미술품부터 대중을 위한 아크릴 판화 한정판(프린트 베이커리)까지 다양한 라인업을 갖추고 있다. 마케팅 능력과 유인을 동시에 갖춘 다국적 컬렉터와 미술관이 단색화의 주요 바이어로 편입되면서 단색화는 향후 3년 이상 지속될 사조로 자리매김할 전망이다. 서울옥션은 시장에 대한 확신을 바탕으로 1Q16 말 442억원의 재고자산을 확보해 공격적 재고확대의 수혜를 누릴 것으로 보인다.

Key chart: 낮아진 컬렉터의 눈높이로 중고가 시장 활황 지속될 것



자료: 한국투자증권

I. 이슈 분석: 미술품 시장 4P 분석

초고가 시장 부진

2015년은 글로벌 양대 경매사인 크리스티와 소더비에게 가혹한 한 해였다. 글로벌 경제 침체, 특히 중국의 성장 부진(경제성장률 25년래 최저치) 영향으로 컬렉터의 과감한 베팅이 현저히 줄었기 때문이다. 크리스티의 경매총액은 전년대비 12%, 소더비는 3% 감소했다. 경매총액 감소도 문제였지만 위탁자에게 최저가를 보장해주는 보장이(개런티) 제도로 인해 이익이 훼손되는 사례도 많았다. 크리스티는 앤디 워홀의 실크스크린 작품 ‘네 명의 마릴린’ 위탁자에게 4,500만 달러를 보장했지만 3,200만 달러에 낙찰돼 큰 손실이 났고, 소더비는 앨프리드 전 회장의 소장품 경매에 5억 1,500만 달러의 보장을 제시했지만 1,200만 달러의 손실을 봤다. 경기 침체로 큰 손들이 비당에 적극적이지 않았다.

중고가 시장 약진

반면, 서울옥션, K옥션, 신와옥션(일)의 매출액은 2014년 대비 두 배 이상 급증했다. 이는 미술시장이 수요자의 지불의사와 능력에 따라 세분화된 시장임을 보여준다. 각 시장은 타겟이 다르게 형성되어 있으며 각 시장에는 경기 민감도가 다른 바이어 집단이 있다. 작년 경기 침체로 컬렉터들이 경매시장 전체를 외면한 것이 아니라, 다만 그들의 눈높이가 초고가 미술품에서 중고가 미술품으로 이동한 것이다. 중국에 비해 상대적으로 저평가된 한국과 일본 사조에 관심이 집중되면서 자국 작품에 대한 소싱력을 갖춘 한국의 경매회사들이 전적으로 수혜를 누렸다.

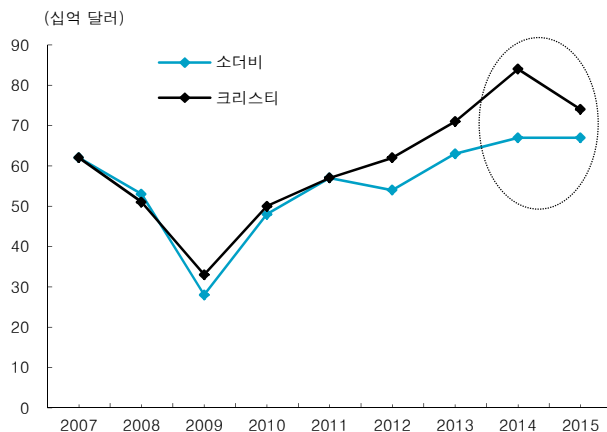
누군 가에게는 기회

경매시장의 불황도 누군가에게는 기회다. 초고가 미술품 시장이 위축되는 가운데 일본의 조조타운 사장 마에자와 유사쿠, 미국의 억만장자인 엘리 브로드 등 신흥 컬렉터들이 미술품 경매의 큰 손으로 떠올랐다. 경기가 어려우면 컬렉터가 미술품을 사지 않는 것이 아니라, 그들이 부르는 가격대가 다소 낮아질 뿐이다. 즉 Q는 유지되는 가운데, P가 초고가 5백만 달러 이상의 초고가에서 10만 달러~5백만 달러의 중고가 시장으로 조정되는 것이다. 글로벌 컬렉터들이 비싼 미술품 대신 합리적 가격대의 덜 오른 중고가 시장에 진입하기 시작하면서 한국 경매사들이 주력하는 중고가 시장의 업사이드는 오히려 열리는 모습이다. 10만 달러~5백만 달러 이하 중고가로 바이어가 대거 유입되는 양상이 나타나면서 역설적이게도 초고가 시장에서 P는 낮아지고 중고가 시장에서의 P가 높아진다.

글로벌 경매사의 눈높이 하향

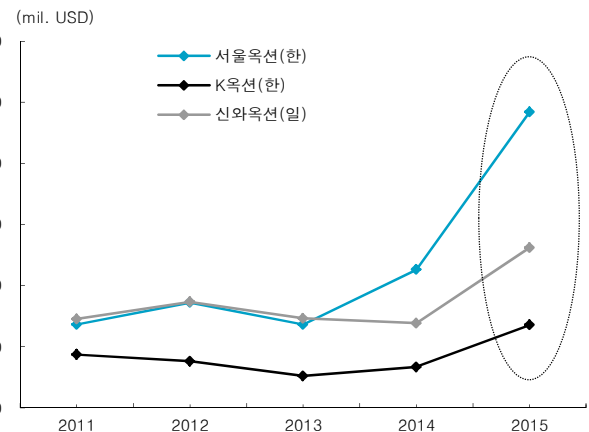
소더비와 크리스티는 2016년에 중저가 시장에 주력하겠다고 밝혔다. 크리스티가 활성화할 중저가 마켓으로 보는 구간은 미술품 가격 기준 10만~200만 달러이며, 태드 스미스 소더비 최고경영자는 2만 5,000달러~100만 달러의 시장을 핵심타겟으로 선언했다.

[그림 1] 소더비, 크리스티 경매총액: 초고가 미술품 경매시장은 부진



자료: 이코노미스트, 소더비(Sotheby's)

[그림 2] 서울옥션, K옥션 매출액: 중고가 미술품 경매시장은 활황



자료: 서울옥션, K옥션, Bloomberg

1. Place: 글로벌 미술 경매 중심지, 홍콩

경매 중심지로 떠오른 홍콩: 수요+공급+정부의 삼박자

홍콩이 세계 미술품 경매의 중심지로 떠오르고 있다. 중국의 경제 성장에 따른 신흥 아트 컬렉터 출현(수요자), 중국을 문화강국으로 만들기 위한 중국 정부의 의지(정부)와 더불어 중국 작가들의 약진(공급자)이라는 세 가지 요인이 맞아 떨어진 점이 주효했다. 중국 중에서도 홍콩이 아트 중심지로 떠오른 것은 언어를 자유롭게 구사하는 경제자유구역이라는 점과 무관세 영향이 크다. 또한 미술품 판매에 대한 법적 규제가 완화되어 있고, 예술적인 측면에서 검열이 없어 자유로운 미술활동이 가능하다는 문화적 배경도 작용했다.

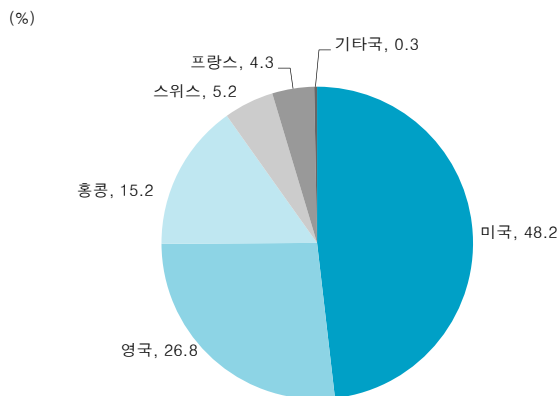
옥션, 갤러리, 아트페어 집결

이러한 분위기에 힘입어 홍콩은 옥션, 갤러리, 아트페어의 집결지로 변모했다. 중국 정부가 문화강국을 표방한 이후 무게중심이 더욱 홍콩으로 쏠리는 추세다. 글로벌 경매회사인 소더비는 1976년, 크리스티는 1986년에 홍콩에 진출해 매년 2회 정기경매를 개최하고 있다. 소더비 연결매출에서 홍콩의 비중은 15%다. 미국의 가고시안 갤러리, 영국의 화이트 큐브 갤러리, 프랑스의 패로탱 갤러리, 호주의 리만머핀 갤러리 등이 홍콩에 상설전시장을 열어 소속작가를 알리는 데 주력하고 있다.

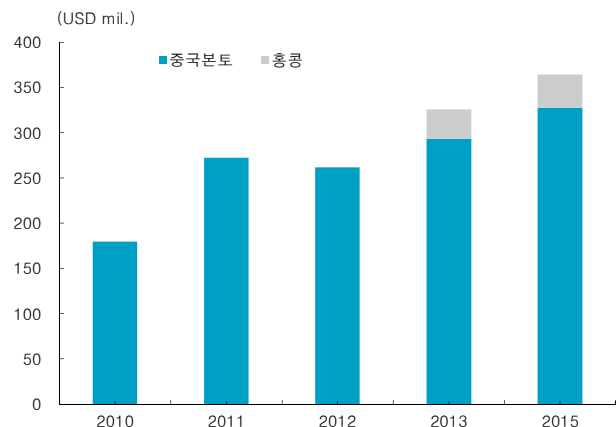
자유로운 예술활동 장려 분위기도 한 몫

홍콩 정부의 제도적 지원도 잇따르고 있다. 서구풍 반도를 세계 최대의 예술섬으로 변모시키는 계획에 착수, 서구풍 문화지구(WKCD)를 조성 중이다. 서구풍 문화지구에는 2016년부터 M+미술관, 다목적 전시장, 콘서트홀, 광동 오페라 극장 등 15개의 다양한 공연장이 들어설 계획이다. 또한 세계 3대 아트페어 중 하나인 스위스 아트바젤(Art Basel)이 2013년 홍콩아트페어를 인수하면서 홍콩아트바젤은 37개국 233개 갤러리가 참석하는 대규모 행사로 성장했다. 홍콩의 대표거리인 소호(SOHO)에서는 옛 경찰기숙사인 PMQ(Police Married Quarters)를 개조해 신진 예술가들의 요람으로 활용하고 있다. 젊은 예술가들에게 작업실 혹은 사업장으로 대여해 경제적 자유를 보장하고 자유로운 예술 작업을 할 수 있도록 지원한다. 정부의 지원과 더불어 자유로운 예술활동을 장려하는 분위기도 홍콩을 경매 중심지로 만드는 데 한 몫하고 있다.

[그림 3] 소더비 지역별 매출비중: 홍콩 15%



[그림 4] 폴리컬처의 본토/홍콩 매출액 추이



자료: Bloomberg

주: 폴리컬처(HK 3636) 매출액은 경매 외 극장관리도 포함됨
자료: Bloomberg

〈표 1〉 2015년 낙찰액 기준 top 10 작품(한국 경매회사): 10개 중 8개 홍콩에서 낙찰

구분	작가	작품명	경매	판매금액(원)
1	루이스 부르주아	Quarantania Bronze with patina	서울옥션 16회 홍콩경매	5,425,560,000
2	김환기	Untitled	서울옥션 18회 홍콩경매	4,860,000,000
3	김환기	1974 19-VII-71 #209	서울옥션 16회 홍콩경매	4,672,010,000
4	알렉산더 칼더	Untitled	서울옥션 17회 홍콩경매	3,878,160,000
5	야요이 쿠사마	No.Red A.B.C	서울옥션 17회 홍콩경매	3,803,580,000
6	작자미상	청량산괘불탱	서울옥션 138회 국내 메이저경매	3,520,000,000
7	김환기	16-II-70 #147	서울옥션 17회 홍콩경매	2,013,660,000
8	김환기	귀로	K옥션 2015년 11월 홍콩경매	1,959,230,000
9	박수근	앉아있는 소녀	서울옥션 16회 홍콩경매	1,800,000,000
10	작자미상	의검등필수월관음도	서울옥션 137회 국내 메이저 경매	1,789,920,000

주: 홍콩에서 팔린 작품 회색 음영처리

자료: 서울옥션, K옥션, 한국미술품감정협회

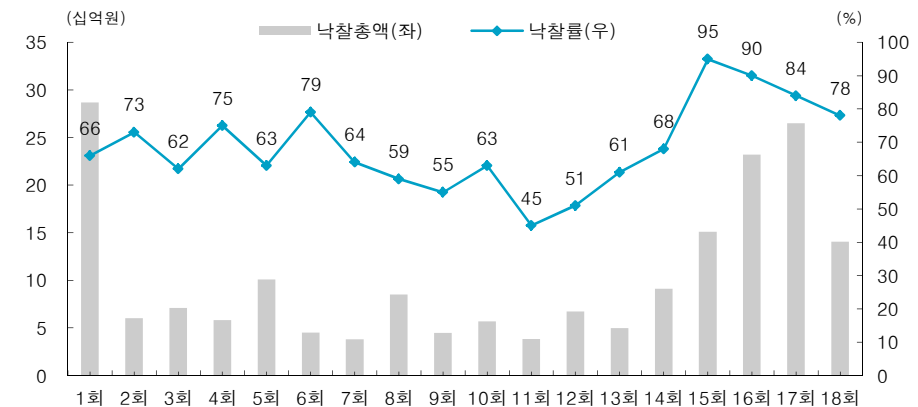
수퍼리치 집결지— 그들만의 리그

중국의 경제성장으로 미술품을 살 여력이 있는 신흥부자가 대거 출현했다는 점은 홍콩이 미술품 경매의 중심지로 발돋움한 핵심 이유다. 홍콩의 옥션이 세계의 주목을 받으면서 글로벌 탑 컬렉터를 홍콩에 집결시키는 선순환을 이끌어 내고 있다. 홍콩의 봄(4-5월), 가을(10-11월)이 소더비와 크리스티의 정기경매가 열리는 경매주간(Auction Week)이 된 이후로 대부분의 옥션 하우스들이 동기간에 정기경매를 열고 있다. 5월과 11월이 되면 홍콩은 세계 각지에서 온 컬렉터, 갤러리와 언론들로 북적인다. 전통적인 뉴욕, 런던 경매도 좋지만 미술품 시장에서 전 세계 컬렉터가 주목하는 가장 핫한 트렌드를 읽을 수 있는 곳이 홍콩이기 때문이다. 한국의 서울옥션은 2008년에 홍콩에 자회사를 설립해 단독 경매를 진행했고, K옥션은 2008년 아시아 연합 경매(UAA, United Asian Auctioneers)에 참여해 노하우를 쌓은 후 2014년부터 홍콩에서 단독 경매를 추진했다.

컬렉터의 수집니즈 강해 미술품 가격 높게 형성

좋은 작품을 선점하기 위한 경쟁이 한번 붙게 되면, 미술품 가격은 부르는 게 값이 되며 천정부지로 치솟기 마련이다. 경매의 특성상 참여자가 ‘price setter’가 되고, 미술품 밸류에이션 특성상 업사이드가 무한대로 열려있기 때문에 경매 시장규모는 Q가 증가하지 않더라도 P가 드라마틱하게 상승하면 성장 가능하다(경매회사 입장에서는 Q증가보다 P상승이 오히려 바람직하다). 작년 홍콩에서 활약했던 서울옥션은 Q(홍콩경매횟수 및 출품작 증가)와 P(단색화 가격 폭등)의 동시 증가로 매출액이 전년대비 130% 증가하는 고성장을 구가했다. 지난해 한국 경매회사가 경매한 미술품 중 낙찰액 기준 top 10을 살펴보면 상위 다섯 개 모두 홍콩에서 경매기록을 세웠으며, 10개 중 8개가 홍콩에서 거래됐다(표 1). 미술품 수집 니즈가 강한 수퍼리치들의 베이스가 두텁게 형성된 곳일수록 가격은 올라가고 가격에 연동된 수수료 체계를 가진 경매 하우스는 전면적인 수혜를 누린다. 올해 처음 열린 서울옥션과 K옥션 홍콩 경매 합산 낙찰액 229억원 중 외국인들이 낙찰 받은 금액은 80억원 정도로 전체의 35%로 추산되는데, 역대 최고 경매가를 경신한 김환기의 ‘무제’ 점화는 홍콩투자자가 3,300만 홍콩달러(약 48억 6,750만원)에 베푼 것으로 알려졌다.

[그림 5] 서울옥션의 홍콩 경매 낙찰총액과 낙찰률 추이



자료: 서울옥션

2. Promotion: 기획력 우수한 아시아 경매사 주목

구매자가 사조를 만든다

미술품 경매의 중심지가 홍콩으로 옮겨왔다는 의미는 사뭇 크다. 이는 구매력의 이동을 뜻함과 동시에 미술 사조의 중심축이 서구에서 아시아로 움직였다는 것을 의미한다. 미술 시장에서는 미술 사조가 컬렉터를 움직이게도 하지만 다수의 컬렉터가 있는 나라의 사조가 부흥되기도 한다.

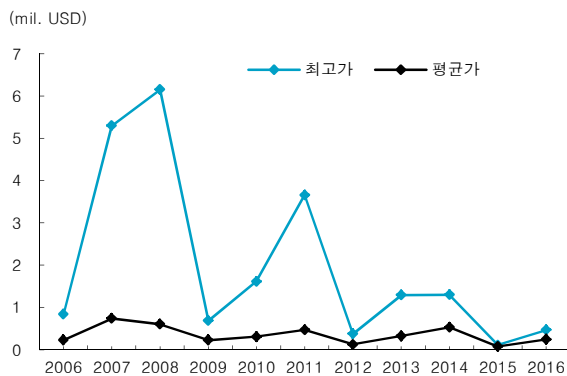
중국의 자국문화 선호

중국이 대표적으로 중국의 신흥 컬렉터는 자국문화 선호(patriotism)와 더불어 가격 결정권을 강하게 행사함으로써 가격 그 자체가 미술시장의 새로운 트렌드를 형성하고 세기의 이목을 집중시키는 데 있어 영향력을 미쳤다. 2004년 중국 근현대 작가의 경매가가 전년대비 440%나 급등했다. 2004년 예술품시장 전체 성장률이 44.6%인 것을 감안했을 때 이례적인 수준이다. 2007년 아트프라이스에서 발표한 경매 Top 100 현대미술작가 중 36명이 중국 작가일 정도였다. 반부패 기조로 최근 전체 미술시장 거래금액이 감소하는 와중에도 자국작품 선호 현상은 오히려 짙어지는 모습이다. 이는 상해나 북경의 개인 부호들이 본인이 잘 아는 중국 예술품에 투자하려는 성향에 기인한 것으로 중국 작가들을 스타덤에 올리는 데 주효하게 작용했다. 중국 정부의 강력한 문화육성 정책에 힘입어 중국 작품이 자국뿐 아니라 글로벌 컬렉터의 관심을 받게 되었고, 중국 내 No.1 경매회사인 폴리옥션이 그 수혜를 고스란히 가져갔다. 폴리옥션이 중국 현대미술 4대 천왕(정판쯔, 위에민준, 팡리준, 장샤오강)의 소장 능력에서 가장 탁월했기 때문이다.

인위적 급등의 후유증

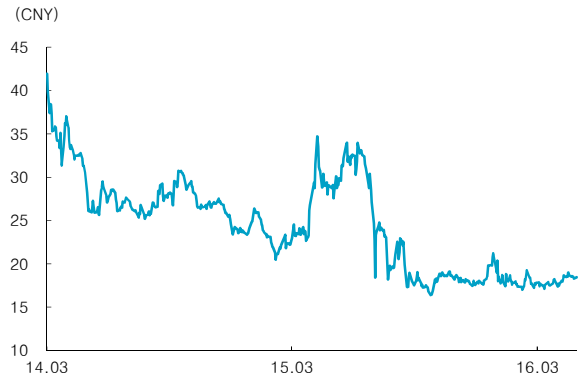
하지만 글로벌 무한경쟁 시장인 미술품 시장에서 컬렉터의 애국심에 의존해 끌어올린 가격에는 한계가 있기 마련이다. 그렇게 형성된 트렌드는 수명이 짧아서 하나의 사조로 형성되기에는 역부족이다. 2015년 중국 미술시장이 부진했던 것은 반부패 기조에 따른 시장 전반적인 침체 영향도 분명 있었지만, 과하게 들어올린 P가 급락한 데 따른 부작용이라는 분석이 지배적이다. 과거 중국 경매시장의 85%가 자국작품으로 거래되는 행태로는 지속적인 발전을 담보할 수 없다는 중론이 형성된 후 중국 컬렉터들도 해외 미술품을 적극적으로 사기 시작했다. 이러한 변화의 기로에서 트렌드에 맞는 작품을 적기에 찾아내는 소싱능력 외에 시장을 선도할 수 있는 기획력이 경매 하우스의 본질적인 경쟁력으로 주목 받고 있다. 이러한 점에서 중국 경매회사가 반드시 유리한 것은 아니며, 전략적 우위에 따라 얼마든지 국내 옥션 하우스가 선전할 여지가 있다.

[그림 6] 중국작가 위민준(Yue Minjun) 최고가/평균가 가격추이



자료: Artprice.com

[그림 7] 중국 1위 경매회사 폴리컬처(3636 HK) 주가 추이



자료: Bloomberg

경매 하우스의 핵심능력은 작품소싱능력, 기획력, 마케팅능력이다. 대표 경매회사인 소더비(Sotheby's)는 기획력 측면에서 탁월함을 보여 왔다. 미술 작품은 그 자체도 중요하지만 파는 시기에 따라 가치가 크게 달라지는 특징이 있다. 소더비는 몽크의 절규를 2012년 5월 경매에서 1억 1,990만 달러(약 1,300억원)에 팔아 당시 최고 낙찰가를 갈아치운 바 있다. 2012년 봄 런던 테이트 미술관에서 몽크 특별전을 앞두고 있었고, 2013년은 몽크 탄생 150주년이라 작가에 대한 관심이 유례없이 높아진 시기에 적절하게 경매를 기획해 큰 성공을 거둔 것이다. 경매사 양대 산맥 중 하나인 크리스티(Christie's)는 적극적 관여를 통한 소싱능력으로 유명하다. 크리스티는 위탁자의 법적 소송을 도와 결국 중개에 성공한 '세기의 경매' 기록을 가지고 있다. 20세기 초 유명한 클림트 컬렉터인 페르디난트 블로흐 바우어가 남긴 클림트 그림 5점이 나치에 압수되었다가 전쟁 종료 후 오스트리아 정부 소속이 되자 페르디난트 블로흐 바우어 부부의 조카딸이 오스트리아 정부를 상대로 소송을 제기했을 때, 크리스티가 상속자를 적극적으로 도와줘 그림을 돌려받은 이후 향후 그림을 파는 중개 역할을 할 수 있었다. 당시 크리스티가 경매에 부친 페르디난트 부인의 초상화는 한화 990억원에 낙찰되었다.

소싱능력, 기획력, 마케팅능력 우수한 아시아 경매회사 주목

아시아 시장이 주목 받는 긍정적인 환경이 조성된 가운데, 아시아 베이스의 경매 회사들은 시장을 장악하기 위해 저마다의 전략을 전개하고 있다. 서울옥션은 고객 관리에 심혈을 기울이고 있다. 고객의 미술품을 살 수 있는 능력과 의지가 있는 컬렉터를 지속적으로 관리하는 것이 중요한 것은 지금의 구매자가 향후 위탁자가 될 가능성이 크기 때문이다. 서울옥션에는 현재 30명의 스페셜리스트(specialist)가 활동 중이며, 중국으로 영역을 확장해 상해 최대 규모의 Long미술관 설립자인 류이첸(Liu Yiqian), 왕웨이(Wang Wei) 부부나 미술계의 큰 손으로 유명한 화이브라더스 회장 왕중권(Wang Zhongjun) 등과 같은 수퍼리치를 특별관리하고 있다. 류이첸(Liu Yiqian), 왕웨이(Wang Wei) 부부는 상해 푸둥(2012), 쉬후이(2014)에 이은 세 번째 롱미술관을 4년 이내에 중국 쓰촨성 충칭 지역에 개관할 계획이다. 미술관 개관은 미술관을 널리 알릴 수 있는 다양한 미술품에 대한 수요가 발생함을 의미한다. 류이첸은 2015년 크리스티 홍콩경매에서 김환기의 '푸른산'을 40여차례 경합 끝에 1,284만 홍콩달러(약 20억원)에 낙찰 받은 바 있다.

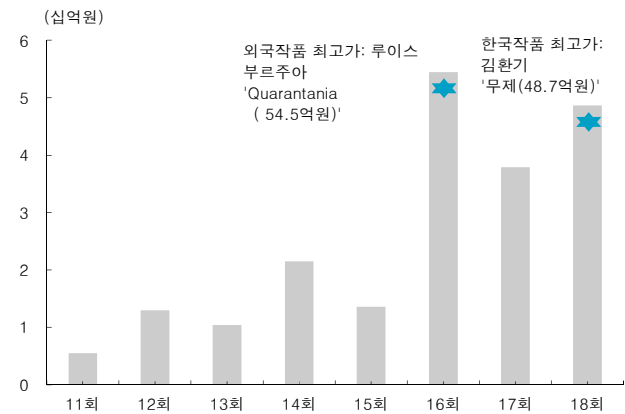
과감한 재고확보로 기획력 강화

경매에서 중요한 것은 경매의 기획력, 즉 매회 열리는 경매의 색깔을 정하는 것이다. 비슷한 컨셉의 미술품이 한 번에 나오기가 쉽지 않기 때문에 보통 큰 규모의 경매는 주제를 정해서 통일성 있게 열리기 어렵다. 이 같이 하나의 공동주제로 기획이 어려운 크리스티나 소더비 경매와 달리 서울옥션은 경매마다 특징을 잡고 공통점이 있는 작품을 구성하는 전략으로 차별화를 꾀하고 있다. 대표적인 것이 올해 첫 기획경매였던 ‘커팅 엣지 100’이다. 전국 26개 대학 출신의 젊은 작가 100명의 작품 100점을 경매에 올려 일괄 100만원부터 경매를 시작해 낙찰률 100%를 기록했다. 위탁수익을 장학금으로 기부했기 때문에 이익 기여도는 미미하지만 청년 작가를 발굴, 후원하는 등용문 역할 뿐 아니라 인지도가 미미한 신진작가를 마케팅하고 작가가 경매회사의 플랫폼 안에서 성장할 수 있도록 경매회사와 작가의 윈윈 생태계를 주도적으로 형성해간다는 측면에서 의미가 있다. 또한 공격적으로 확보한 재고자산과 장기간 업력을 통해 쌓아온 고객 네트워크를 바탕으로 다양한 구색의 경매 구성력을 갖췄다는 측면에서 선두주자로서의 입지를 확대하고 있다.

[그림 8] 김환기 ‘푸른산’을 도록 표지로 활용한 왕웨이 림미술관장



[그림 9] 서울옥션 홍콩 경매 최고 낙찰가 추이



자료: 한국경제신문

자료: 서울옥션

<표 2> Peer valuation

(단위: 배, %)

		소더비	폴리컬처	서울옥션
국가		미국	중국	한국
Currency		달러	홍콩달러	원
종가	2016-05-24	29.4	17.8	18,350
시가총액	(USD mil)	1,722.9	564.4	260.8
매출액	2015	961.5	318.7	54.8
(USD mil)	2016F	795.8	419.3	78.6
	2017F	814.3	514.2	93.2
PER	2015	17.7	15.3	27.0
(x)	2016F	18.4	15.7	16.4
	2017F	14.9	10.5	13.7
PBR	2015	2.8	1.0	5.2
(x)	2016F	2.7	1.0	3.6
	2017F	2.5	0.9	2.9
EV/EBITDA	2015	14.0	7.6	24.6
(x)	2016F	11.5	4.3	14.5
	2017F	10.9	3.8	12.2
ROE	2015	12.2	6.7	21.0
(%)	2016F	11.7	8.6	24.0
	2017F	5.3	15.5	23.2
EPS성장률	2015	2.1	(5.5)	261.0
(%)	2016F	(25.0)	27.8	40.0
	2017F	23.3	14.8	19.8

주: 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, Fnguide 한국투자증권

3. Product: 단색화, 그 다음은?

사조 전환이 심한 현대미술

현대미술은 역대 미술 사조 중에서도 사조의 전환과 변동성이 심한 축에 속한다. 근대 이후 지배적인 사조로 자리잡았던 대표적인 흐름은 입체주의, 다다이즘, 초현실주의, 팝아트, 옵아트, 추상표현주의 등으로 주로 미국, 유럽 등의 선진국이 주도했다. 직전에 형성된 사조에 대한 문제의식에서 출발해 실험정신(독창성), 작가의 내면세계, 표현력, 유머 등의 변형이 더해지며 다음 사조가 만들어진다.

홍콩이 미술 중심지로 떠오르면서 동양적 가치 부각

홍콩이 신흥 미술품 경매 중심지로 떠오른 영향은 사뭇 크다. 그것은 주요 컬렉터 층의 이동을 뜻함과 동시에 미술 사조의 중심축이 서구에서 아시아로 움직였다는 것을 의미한다. 결국 미술품이란 수요자의 취향에 따라갈 수밖에 없는 지라 미술의 중심도 돈의 흐름에 따라 자연스럽게 아시아로 옮겨왔다. 이에 기존에 없는 새로운 것을 만들어 내기보다 비워내고 단순화하고 내재화하는 것을 중요하게 여기기 시작했고, 결과물보다는 과정에 초점을 맞춘 동양적인 가치가 부각됐다.

한국의 고유 사조로 인정된 단색화

단색화(Dansaekhwa)는 한국에서 자생한 독창적인 사조로 최근 글로벌 아트시장에서 큰 주목을 받고 있다. 2000년 광주 비엔날레 특별전 ‘한/일 현대미술의 단면’전에서 호남대 윤진섭 교수가 ‘Dansaekhwa movement’라고 호명한 이후부터 원래 ‘Monochrome painting’으로 해석됐던 단색화가 발음 그대로 고유명사화되었다. 단색화는 1970~80년대에 형성된 사조로, 초기 단색화가 지닌 예술적 우수성이 뒤늦게 인정받고 있는 것이다. 한 때 서양 현대미술 사조인 ‘모노크롬’이나 ‘미니멀리즘’의 변형으로 분류되기도 했으나, 평면적이고 단조로움과는 거리가 멀고 단조로움 안에 공간감과 입체감, 물성, 반복된 수행성(행위성)을 담고 있어 전혀 다른 한국의 고유 사조로 여겨진다. 작품을 완성해가는 과정이 마치 수행하듯 반복되는 패턴을 보이고 있어 한국인, 나아가 동양의 정신세계를 대변한다는 측면에서 미술사적 가치를 인정받고 있다.

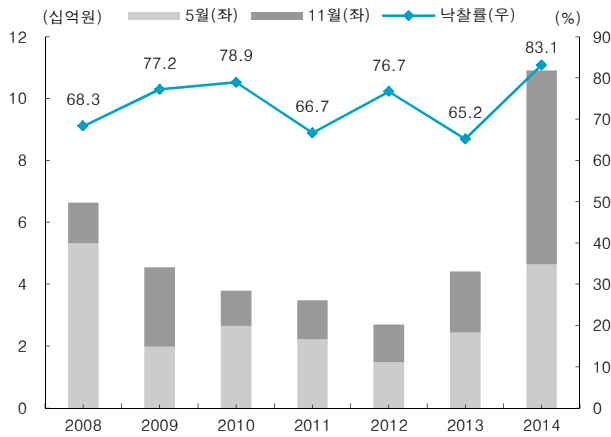
거품이 아닌 시작이다

최근 몇 십 배 급등한 단색화 작품 가격에 대한 거품논란이 뜨겁다. 대표 작가군인 박서보, 정상화, 윤형근, 하중현의 호당 가격은 지난 한 해에만 각각 332%, 167%, 184%, 75% 상승했다. 지난 한 해 미술품 시장의 활황이 한국 작품의 고른 성장이 아니라 단색화 열풍 하나에 기인한 것이라 바람직하지 않다는 시각도 있다. 우리는 단색화 사조는 미술시장에서 향후 3년 이상 지속될 트렌드로 작년의 가격 급등은 시작에 불과하다고 생각한다. ▲ 구매층이 한국뿐 아니라 중국, 미국, 유럽 등 글로벌 메인 컬렉터로 확대되고 있고, ▲ 유명 미술관/갤러리 전시작품으로 선택돼 시장의 관심이 지속될 수 있는 여건이 마련됐으며, ▲ 시장의 관심이 단색화뿐 아니라 유사한 추상화로 확대되고 있다는 측면에서 단색화는 한국 미술시장의 주도주로서 그 지위가 더욱 공고해질 것으로 보이기 때문이다. 단색화에 내재된 미술사적 가치가 높게 평가되기도 하지만 철저히 투자대상이라는 관점에서 국한해 본다면 시장 참여자(갤러리, 경매회사, 미술관)들이 단색화 사조의 가치를 재해석, 재창출하며 적극적으로 트렌드를 조성해나가기 시작했다. 즉, 단색화 작품을 보유한 입장에서 마케팅 활동을 할 유인은 더욱 높아졌다. 화이트큐브, 패로팅, 블룸앤포 등 세계적인 갤러리와 소더비 등의 경매회사에서 단색화를 거듭 전시하는 것도 이와 같은 맥락이다.

주도주에서 가치주로 확산 : 단색화에서 추상화 전반으로

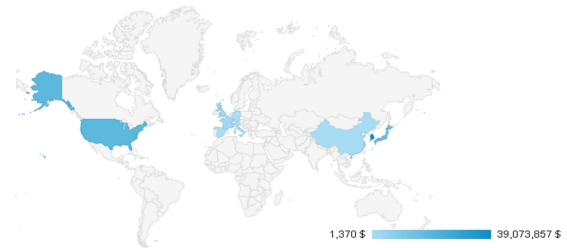
올해 4월 서울옥션 홍콩경매에서 주목할 것은 낙찰총액이나 낙찰률이 아니라 경매의 질이다. 수치상 성과는 다소 평이했지만 주목해야 할 트렌드는 뚜렷했다. 김환기 작품이 48억원에 낙찰, 다시 한국작품 역대 경매 No.1 기록을 갈아치우며 단색화의 여전한 인기를 입증했다. 한국 미술작품이 세계화 되기 위해서는 작품을 사들이는 해외 컬렉터들이 늘어나야 한다. 긍정적인 점은 단색화에 대한 관심이 한국의 추상화 전반으로 확산되고 있다는 것이다. 그 동안 덜 알려졌던 김태호, 이항성 작가의 추상화에 대한 응찰이 많았고 낙찰가 또한 높아졌다. 또한 민중미술의 대표인 이중구 작가의 작품을 선보여 좋은 반응을 이끌어내는 등 한국 미술시장에서 주도주가 리드하고 가치주가 뒤를 잇는 선순환이 나타나고 있다. 최근 K옥션은 미술 경매의 심장이라 할 수 있는 뉴욕에서 지난 5월 6일부터 8일까지 전 세계 아트 컬렉터가 모이는 기가워크 동안 김환기를 포함한 14인 단색화가들의 초기 작품을 주제로 한 추상회화 전시를 성공적으로 진행한 바 있다.

[그림 10] 크리스티 한국작가 경매 낙찰액/낙찰률 추이



자료: Bloomberg, Artprice, 한국투자증권

[그림 11] 이우환 작품 컬렉터 분포도



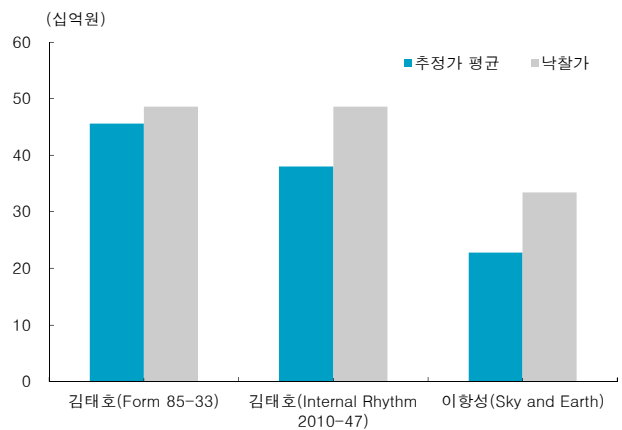
자료: Artprice

[그림 12] 필립스 뉴욕경매 근현대작품 대표작으로 걸린 이우환 단색화



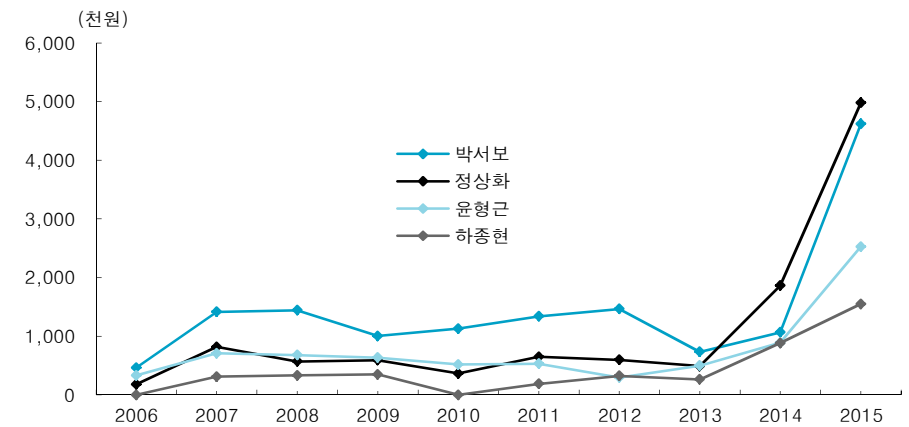
자료: Phillips de pury

[그림 13] 홍콩경매 19회에 출품된 추상화 작품 추정가 평균과 낙찰가



자료: 서울옥션

[그림 14] 단색화 화가군(박서보, 정상화, 윤형근, 하종현)의 호당 가격 추이



자료: 예술경영지원센터, K-Artmarket 재인용

〈표 3〉 단색화 전시 일정

주최	지역	전시명	기간	비고
Edouard Malingue Gallery	홍콩	Choi Yong IK	2016년 05월 12일	-
Peal Lam	홍콩	SUKI SEOKYEONG KANG	2016년 04월 28일	-
Axel Vervoordt	Antwerp	윤형근	2016년 04월 2일	-
Galerie Perrotin	홍콩	박서보	2016년 03월 21일	-
Boghossian Foundation	Belgium	단색화 & 한국의 추상화	2016년 02월 20일	이우환, 박서보, 정창섭, 정상화, 하종현 with 국제갤러리
Parkview Art	홍콩	홍영택	2016년 03월 17일	-
Contemporary Arts Centers	신시내티	서도호	2016년 02월 12일	-
블룸앤포	LA	단색화 & 미니멀리즘	2016년 01월 16일	-
화이트큐브	런던	박서보	2016년 01월 15일	-
갤러리현대	서울	김환기	2015년 12월 04일	-
페이스	홍콩	이우환	2015년 11월 20일	-
페이스	홍콩	이우환	2015년 11월 20일	-
노화랑	서울	단색화 기획전	2015년 11월 11일	-
크리스티	홍콩	경매	2015년 11월 08일	-
티나킴	뉴욕	하종현	2015년 11월 06일	-
페로탱	뉴욕	정창섭	2015년 11월 03일	-
블룸앤포	뉴욕	윤형근	2015년 10월 30일	-
국제갤러리	서울	권영우 유작전	2015년 10월 30일	-
페로탱	파리	박서보	2015년 10월 16일	artistes coreens en France
Frieze	런던	단색화	2015년 10월 14일	-
크리스티	홍콩	한국 현대추상미술과 단색화 그룹전	2015년 10월 08일	-
크리스티	뉴욕	한국 현대추상미술과 단색화 그룹전	2015년 10월 06일	록펠러센터1층 웨스트갤러리
국제갤러리	서울	하종현	2015년 09월 17일	-
페이스	런던	이우환	2015년 09월 15일	-
페로탱	파리	정창섭	2015년 06월 04일	-
페로탱	뉴욕	박서보	2015년 05월 28일	-
페이스	뉴욕	이우환	2015년 05월 15일	-
베니스비엔날레	베니스	단색화	2015년 05월 08일	정상화, 이우환, 박서보, 정창섭, 하종현, 김환기, 권영우
베니스비엔날레	베니스	이우환	2015년 05월 07일	-
소더비	뉴욕	Chaste Paper	2015년 03월 26일	이우환, 김환기, 박서보, 권영우, 정상화, 하종현, 윤형근
Lissong	런던	이우환	2015년 03월 25일	-
갤러리현대	서울	한국추상미술	2015년 03월 25일	이우환, 김환기, 박서보, 권영우, 정상화, 하종현, 윤형근
홍콩 아트바젤	홍콩	단색화	2015년 03월 15일	-
소더비	홍콩	Lines of Korean Masters	2015년 03월 13일	Lee Ufan, Ha Chonghyun, Kim Whanki
Gary Tatintsian Gallery	모스크	이우환	2014년 11월 14일	-
블룸앤포	뉴욕	하종현	2014년 11월 07일	-
페로탱	파리	박서보	2014년 11월 06일	-
블룸앤포	LA	단색화	2014년 09월 13일	하종현, 권영우, 이우환, 윤형근, 박서보 Lee Ufan, Park Seobo, and Yun Hyong-keun
국제갤러리	서울	단색화의 예술	2014년 08월 28일	정상화, 정창섭, 하종현, 이우환, 박서보, 윤형근
베르사유	프랑스	이우환	2014년 06월 17일	-

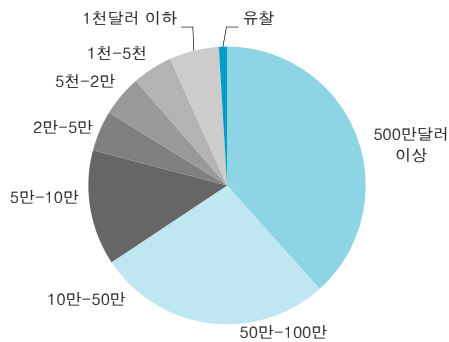
자료: 서울옥션

4. Price: 아트 쇼퍼의 등장

투트랙: 프레스티지와 매스티지

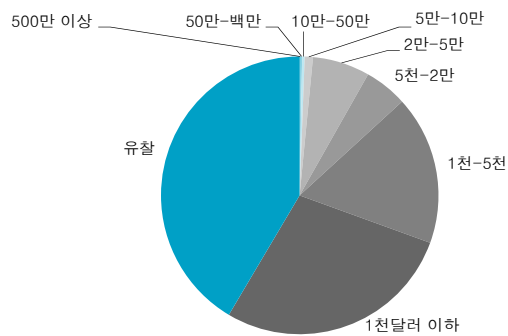
미술시장은 과거 상위 재력가들의 프레스티지 마켓이었으나, 최근 대중 미술에 대한 관심과 비교적 합리적 가격대의 미술품이 증가하면서 매스티지 마켓이 빠르게 형성되고 있다. 미술품 소비기반이 젊은 층으로 확산되면서 온라인 경매, 디지털 판화 판매도 늘어나는 추세다. 점당 가격 500만 달러 이상 초고가 미술품의 거래금액 비중은 전체의 40%지만, 점당 가격 1천 달러 이하 미술품의 거래 건수 비중이 전체의 30%를 넘는다. [그림 15, 16]을 보면 프레스티지 마켓과 매스티지 마켓의 뚜렷한 차이를 확인할 수 있다. 슈퍼리치의 경우 심미적 목적 외에 투자목적의 미술품 투자 니즈가 크다. 하지만 대중의 경우에는 매매차익을 노리기보다 미술품 그 자체를 향유하려는 목적이 더 크다. 이는 중저가 미술품의 경우 단기간에 투자 차익을 얻기가 쉽지 않다는 현실적인 이유가 작용한 결과이기도 하다. 여전히 경매시장의 주도권은 소수의 슈퍼리치가 가지고 있지만, 안정적 저변을 형성한다는 측면에서 대중의 진입은 바람직하다.

[그림 15] 낙찰액 금액구간별 거래금액 비중



주: 통화단위는 달러
자료: Artprice

[그림 16] 낙찰액 금액구간별 거래수 비중



주: 통화단위는 달러
자료: Artprice

매스티지 마켓에서도 수요, 공급, 정부 등 세 가지 축에서 변화가 있었다.

중저가 미술작품 증가와 우호적인 정부정책

첫째, 공급 측면에서 소액으로 살 수 있는 중저가 미술작품이 늘어났다. 중저가 작품의 공급이 늘어나면서 미술작품에 대한 관심은 많지만 가격 때문에 진입할 수 없었던 세그먼트가 시장에 진입했다. 어포더블 아트페어, 온라인 경매, 프린트 베이커리(아크릴 레플리카) 등으로 접근 가능한 플랫폼과 라인업이 다양해지면서 공급 측면의 가격은 급물살을 타고 있다.

둘째, 정부정책 측면에서 정부는 2018년까지 한국 미술시장을 6,300억원 규모(거래금액 기준)으로 키우겠다고 선언, 관련 청사진을 제시했다. 2015년 9월 문화체육관광부는 한국형 아트프라이스(미술품 거래정보 온라인 시스템) 구축과 중저가 미술장터 개설을 통해 대중 미술품 시장의 활성화를 추진하고 있다.

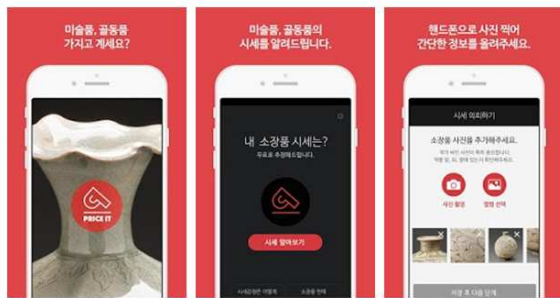
나만을 위한 작은 사치 + 인테리어/선물 용도의 니즈 증가

마지막으로 수요 측면에서는 ‘나만을 위한 작은 사치’를 즐기는 계층이 등장했다. 이는 인구 구조학적 변화와도 궤를 함께 한다. 최근 연애, 결혼, 출산을 포기한 소위 ‘삼포세대’의 등장 등 자기자신에게 보다 많은 시간과 투자를 할애하는 능동적 소비계층이 늘어나고 있다. 이들 중 자발적으로 삼포세대로 편입된 골드미스/바첼러 그룹은 전통적인 삶의 과정을 포기한 데 대한 보상으로서 보다 상위급의 니즈를 충족시키려는 경향이 매우 강해 골프, 미술, 와인 등으로 타인과의 차별화를 시도한다. 한편, 인테리어 및 선물 용도의 미술품 니즈가 커지면서 신규수요도 발생하고 있다. 승진이나 개업, 집들이 및 기념일에 선물했던 난(蘭)이나 화환 대신에 합리적 가격대의 미술품을 선물하는 사례가 많아지고 있다. 국내 화환 선물시장 규모는 3,000억원 정도로 추산되는데, 이미 형성된 시장에서 ‘소비자 인식전환’을 통해 수요를 전환할 수 있다면 추가적인 수익모델이 가능할 것이다.

온라인+아크릴 판화사업 확대

소더비는 2002년 이베이(Ebay)와 손잡고 온라인 경매시스템을 선제적으로 도입한 후, 자사 경매사이트 비드나우(BIDNow)를 론칭했다. 유럽순수예술협회(TEFAF)의 자료에 따르면, 2015년 온라인 경매를 통한 미술품 판매액은 36억 달러로 전체 경매금액의 6%를 차지했다. 서울옥션은 온라인 경매회사 ‘서울옥션 블루’를 설립해(서울옥션 지분 55%) 양극으로 세그먼트된 시장을 분리해 대응하고 있다. 2010년 온라인 경매를 시작하고 2014년 온라인 옥션브랜드 ‘eBID now’를 론칭한 이후 지금까지 13회 경매를 진행했으며, 향후 온라인은 서울옥션 블루가 전담한다. 최근에는 ‘Price it’ 앱을 론칭해 작품소싱을 원활하게 함과 동시에 대중의 미술시장 참여를 독려, 한국형 아트프라이스(온라인 미술품 시세 사이트) 구축을 위한 선행작업을 시작했다. 서울옥션은 작가와의 합의 하에 오리지널을 아크릴 한정판(레플리카)으로 만들어 판매하는 ‘프린트 베이커리’ 사업도 운영하고 있다. 현재 B2C(삼청동/한남동 직영매장, 청담동 분더샵 등) 오프라인몰과 온라인몰(www.printbakery.net) 및 B2B 채널을 통해 판매되고 있다. 미술작가뿐 아니라 가수 나얼, 연기자 하정우, 웹툰 작가 등 유명인의 프린트 베이커리 작품도 판매하는 등 다채로운 라인업으로 다양한 계층을 미술 수요자로 흡수하고 있다.

[그림 17] 서울옥션블루의 ‘프라이스잇(Price it)’ 앱













[그림 18] 가수 나얼의 ‘Woman in Black 7’ 프린트 베이커리



자료: 서울옥션 블루

자료: Google images

〈표 4〉 한국 top 10 옥션: 아직도 세계의 top 10과 격차가 크다

랭킹		낙찰가(십억원)	작가	작품명	경매회사	경매일	비고
1		5.43	루이스 브루주아	Quarantania	서울옥션	2015.10.5	-
2		4.89	김환기	Untitled	서울옥션	2016.4.4	-
3		4.67	김환기	19-VII-71 #209	서울옥션	2015.10.5	-
4		4.52	박수근	빨래터	서울옥션	2007.5.22	-
5		3.88	알렉산더 칼더	Untitled	서울옥션	2015.11.29	-
6		3.80	야오이쿠사마	No.Red. A.B.C	서울옥션	2015.11.29	-
7		3.56	이중섭	황소	서울옥션	2010.6.29	-
8		3.52	작가미상	청량성괘불탱	서울옥션	2015.12.16	-
9		3.40	퇴계이황, 송시열, 겸재정선	퇴위이선생 진적첩	K옥션	2012.9.11	-
10		3.05	김환기	꽃과 향아리 (정물)	서울옥션	2007.05.22	-

주: 한국 경매회사가 경매한 작품 중에서 순위매김(대상이 반드시 한국작품에 국한되는 것은 아님)
 자료: 한국미술품감정평가원

〈표 5〉 세계 top 10 옥션 : 2015년 순위 바뀐이 거의 없었다

랭킹		낙찰가	작가	작품명	경매회사	경매일	비고
1		1.79억 달러	파블로 피카소	알제의 여인들	크리스티 뉴욕	2015.5.11	-
2		1.70억 달러	아메데오 모딜리아니	누워있는 나무	크리스티 뉴욕	2015.11	류이첸/왕웨이 부부가 낙찰
3		1.42억 달러	프랜시스 베이컨	루치안 프로이트의 세 가지 연구	크리스티 뉴욕	2013.11.12	미국 카지노 재벌의 전부인 일레인 원이 낙찰
4		1.41억 달러	알베르토 자코메티	손가락으로 가리키는 남자	크리스티 뉴욕	2015.5.11	-
5		1.19억 달러	에드바르 뭉크	절규	소더비 뉴욕	2012.5.2	-
6		1.06억 달러	파블로 피카소	누드, 녹색 잎과 상반신	크리스티 뉴욕	2010.5.4	-
7		1.05억 달러	앤디 워홀	실버 카 크래시	소더비 뉴욕	2013.11.13	-
8		1.04억 달러	파블로 피카소	파이프를 든 소년	소더비 뉴욕	2004.5.5	존 웨이 휘트너
9		1.04억 달러	알베르토 자코메티	걷는 남자	소더비 런던	2010.2.3	-
10		1.01억 달러	알베르토 자코메티	전차	소더비 뉴욕	2014.11.4	-

주: Artprice

서울옥션(063170)

매수(신규) / TP: 30,000원

주가(5/24, 원)	18,350
시가총액(십억원)	310.4
발행주식수(백만)	16.9
52주 최고/최저가(원)	24,950/16,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,265
유동주식비율(%)	61.3
외국인지분율(%)	3.3
주요주주(%)	이호재 외 8 인 33.6
미래에셋자산운용 외 1 인	5.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	24	5	4	223	66.4	5	22.6	14.8	1.5	6.6	1.6
2015A	55	15	13	805	261.0	15	27.0	25.2	5.2	21.0	0.5
2016F	79	22	18	1,127	40.0	23	16.4	14.5	3.6	24.0	0.5
2017F	93	27	22	1,349	19.8	27	13.7	12.2	2.9	23.2	0.5
2018F	106	36	29	1,791	32.6	36	10.3	9.1	2.3	24.6	0.5

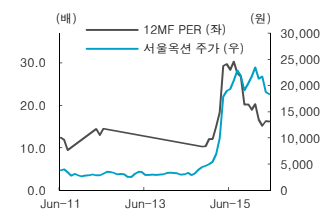
주: 순이익은 지분법적용 순이익

중국과 중고가 시장: 중원(中原)을 지배하는 자

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.1	(7.3)	(3.7)
상대주가(%p)	5.0	(3.4)	6.0

12MF PER 추이



미술품부터 만년필까지 경매하는 국내 No.1 옥션 플랫폼: 서울옥션은 1998년 설립된 글로벌 미술품 경매 플랫폼이다. 한국과 글로벌 작가들의 미술작품, 희소한 고미술품부터 빈티지 만년필까지 가격대와 지명도 측면에서 다양한 작품을 소싱하는 능력과 탁월한 기획력을 바탕으로 지난 4년간 매출액이 연평균 38% 고속 성장했다. 국내 메이저 경매 4회, 홍콩경매 4회가 예정된 올해 매출액과 순이익은 작년보다 각각 44%, 40% 증가한 786억원, 181억원으로 예상된다. 투자의견 매수와 목표주가 30,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS에 소더비의 고성장기(1993년~1997년) 평균 PER 25배를 적용해 산출했다.

글로벌 컬렉터 관심이 한국 사조 전반으로 확대: 단색화 열풍은 시작에 불과하다. ▲ 중국 정부의 인위적 부양으로 3년간 급등락을 반복한 중국의 현대미술 사조와 달리 단색화는 자생적으로 발생해 10년 이상 일관성 있게 수행의 철학을 추구한 한국 특유의 사조다. ▲ 또한 한국인이 아닌 중국, 미국, 영국, 싱가포르 등 글로벌 컬렉터와 미술관의 선택을 받으면서 레퍼런스 측면에서 향후 리레이팅될 여지가 높고, ▲ 현재 동양미술에 대한 재평가가 이루어지는 와중에 가장 저평가된 한국 미술이 주목 받는 초기 국면에 진입했다. 직전 선행인 일본 구타이 미술이 5년 이상 지속되었다는 세가지 측면에서 단색화는 향후 최소 3년 이상 지속될 사조라고 판단한다. 최근 단색화에 대한 과열논란이 있었지만, 올해 첫 홍콩경매에서 보여준 것처럼 단색화에 대한 관심은 지속되고 있고, 단색화에서 시작된 한국 사조에 대한 관심이 김태호, 이항성 등 추상화와 이중구 등 민중미술 전반으로 확산되고 있어 소위 '가치주' 성격을 가진 한국미술에 대한 글로벌 컬렉터의 관심은 더욱 높아질 전망이다.

미술시장 대중화는 컬렉터를 얻는 마중물 역할 & 높은 변동성 보완: 온라인 경매와 프린트 베이커리는 가격대를 낮춰 일반 대중 대상의 새로운 시장을 개척했다. 미술시장이야말로 소수의 20%가 전체 이익의 80%를 설명하는 파레토 법칙이 지배하는 곳이다. 온라인 경매와 프린트 베이커리가 서울옥션 이익에 기여하는 비중은 미미하다. 하지만 대중화가 의미 있는 것은 수퍼리치 소수에게 독점되던 미술품 시장이 대중에게 개방됐다는 의의 외에도 일단 낮은 가격대의 미술품을 접한 일반 컬렉터가 점차 높은 가격대의 미술품을 사기 시작하는 마중물 역할을 하기 때문이다. 대중의 미술소비자는 Q(컬렉터수 & 작품수)가 많고 P(작품가격)가 낮아 꾸준하다는 측면에서 메이저/홍콩 경매 실적의 높은 P 변동성을 보완하는 저변 역할을 한다. 서울에 미술시장이 집중된 한국의 경우 미술품에 관심이 많은 지방의 부호들이 원거리로 인해 경매에 참여하지 못하는 경우가 많아 온라인 경매로 미술품 소유했을 시작하는 사례가 많다. 이들은 능력을 갖춘 미술품 애호가로서 향후 상위 컬렉터로 편입될 여지가 충분하다.

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

마진을 높은 상품매출 운용 노하우: 전례 없는 미술 경매시장의 활황을 맞이한 서울옥션의 능동적인 전략에 주목할 필요가 있다. 매출액은 상품매출(서울옥션이 사서 경매, 직접판매 등으로 판매-판매총액을 매출로 인식), 수수료매출(서울옥션이 구매자와 위탁자를 경매를 통해 연결-수수료만 매출로 인식), 중개매출(서울옥션이 구매자와 위탁자를 중개-수수료만 매출로 인식) 등으로 이루어진다. 총액매출 특성상 매출에서 상품매출의 비중이 높고 마진도 좋다. 시장에 대한 회사 자체의 판단과 향후 상품매출 추이는 옥션하우스의 재고자산 추이로 예측 가능하다. 서울옥션은 현금자산과 일부 부채를 동원해 1Q16 말 현재 442억원의 재고자산을 보유하고 있다. 이는 2014년 말 대비 39% 증가한 수준으로, 2008년 재고자산을 전년 대비 118%나 공격적으로 늘려 사상 최고 매출을 달성했던 때와 유사한 전략이다. 차이점은 당시는 글로벌 미술 경매 활황으로 인한 Q 증가로 일시적인 매출급증에 그쳤지만, 올해는 한국 고유의 사조에 대한 지속적인 관심으로 시장이 창출됐기 때문에 공격적 재고자산 확대의 수혜를 얻을 수 있다는 점이다.

한국 미술사조에 대한 관심 확산으로 프리미엄 부가할 필요: 올해 실적과 주가의 향방은 여전히 홍콩경매와 상위 컬렉터들의 선택에 달려있다. 우리가 5월 홍콩경매에 주목할 수 밖에 없는 이유다. 5월 홍콩경매의 낮은 추정가 161억원을 보수적으로 반영한 2분기 경매총액은 360억원으로 2분기 매출액과 영업이익은 229억원, 64억원으로 전년동기대비 각각 46%, 41% 증가할 것으로 예상된다. 2016F PER은 16.4배로 최근 2년 평균 24.8배 대비 낮고, 해외 peer인 소더비의 18.4배와 폴리컬처의 15.7배의 사이에 위치하고 있다. 성숙기 후반에 접어든 소더비와는 달리 성장기에 진입한 서울옥션임에도 불구하고 소더비보다 낮은 밸류를 부여받고 있고, 폴리컬처의 경우 중국 정부의 인위적 지원에 따른 가격급등 이후 급락 국면에 있어 직접적 비교는 의미 없다. 서울옥션은 한국 미술 사조에 대한 컬렉터들의 관심이 확산되는 국면에서 탁월한 소싱력과 공격적 재고확보 전략으로 차별화된 프리미엄을 받을 자격이 있다.

〈표 6〉 서울옥션 실적 추정

(단위: 십억원)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
매출액	5.0	27.3	10.3	22.9	19.4	14.9	23.8	54.8	78.6	93.2
YoY(%)	74.6	126.5	52.4	46.2	28.5	(23.3)	59.9	130.1	43.5	18.6
상품매출	2.3	15.9	6.3	13.4	9.4	4.2	12.6	31.9	44.4	51.8
경매수수료	1.7	9.0	1.6	5.7	3.6	4.9	6.0	15.8	20.0	22.9
중개매출	0.3	1.2	1.8	2.2	3.3	0.9	2.0	4.1	6.2	7.7
대출금수입	0.4	0.9	0.1	0.4	1.3	2.8	2.0	1.9	2.8	3.0
기타	0.4	0.3	0.5	1.1	1.7	2.0	1.9	3.4	5.2	7.9
영업이익	1.1	7.4	2.4	6.4	2.1	3.0	5.1	15.1	22.2	26.9
OPM(%)	21.1	27.3	23.5	27.8	10.7	20.5	21.5	27.6	28.2	28.8
YoY(%)	52.1	118.9	17.5	40.7	흑전	46.6	67.5	195.4	47.1	21.1
세전이익	1.0	7.5	1.8	6.3	1.6	2.6	4.5	15.2	22.0	26.3
법인세	0.3	0.9	0.3	1.4	(0.5)	0.5	0.9	2.3	3.9	4.7
지배주주순이익	0.8	6.6	1.5	4.9	2.1	2.1	3.6	12.9	18.1	21.7
YoY(%)	49.4	154.0	(11.4)	36.2	흑전	1.6	67.1	260.5	39.9	19.8
NPM	14.9	24.1	14.6	23.7	10.9	14.4	15.1	23.6	23.0	23.3

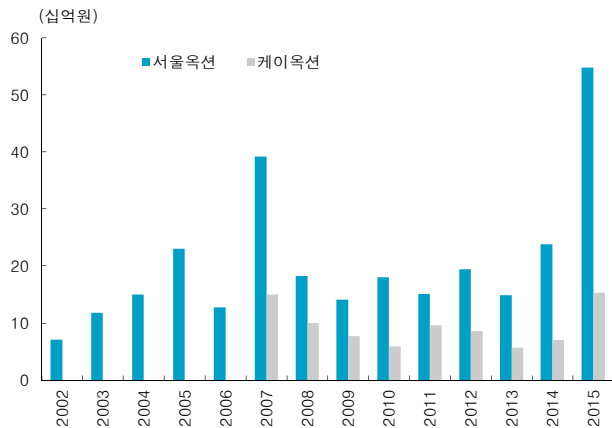
자료: 한국투자증권, 서울옥션

기업개요 및 용어해설

서울옥션은 국내 M/S 54%를 차지하는 글로벌 경매플랫폼이다. 매년 메이저 경매 4회, 홍콩 경매 4회를 진행하며 2014년 추가된 온라인 경매브랜드 eBID NOW를 성공적으로 론칭하여 미술품 대중화 시대를 열었다. 2016년 5월에 설립된 서울옥션 블루(지분율 55%)가 향후 온라인 플랫폼을 맡게 될 것이며, 서울옥션은 메인경매와 프린트베이커리 사업을 전담한다.

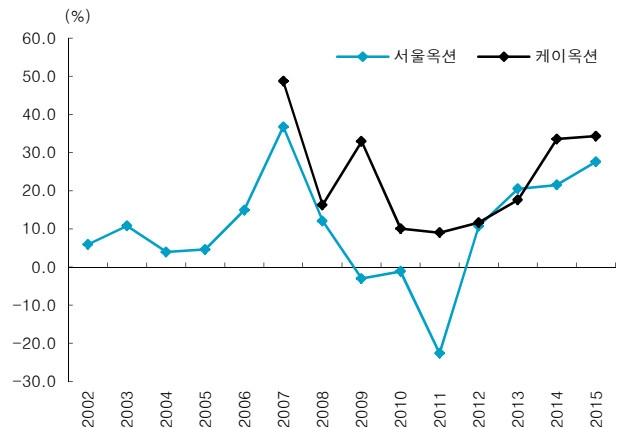
- 낙찰률: 경매 출품작 대비 낙찰된 출품작수 비중
- 프린트 베이커리: 오리지널 작품을 작가의 승인 하에 아크릴 한정판으로 찍어낸 제품
- 레퍼런스: 기존 유명작가 또는 잘 알려진 셀렘들의 소장기록으로 provenance라고도 함

[그림 19] 매출액 추이: 서울옥션, K옥션



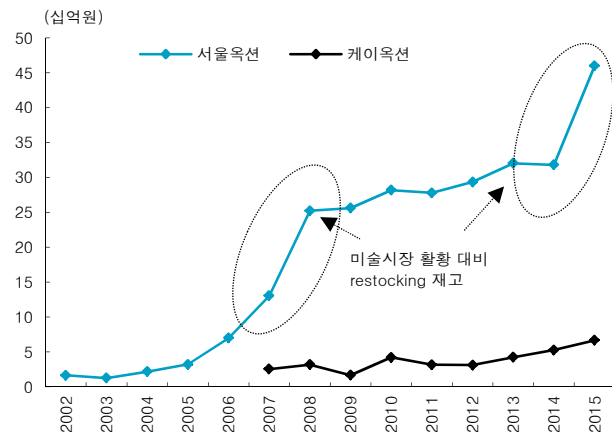
자료: Quantiwise

[그림 20] 영업이익률 추이: 서울옥션, K옥션



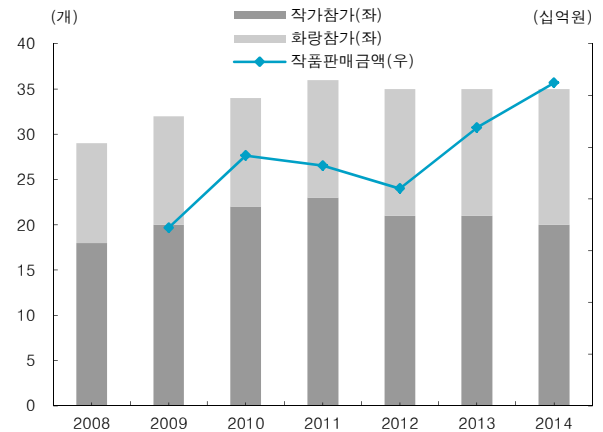
자료: Quantiwise

[그림 21] 재고자산 추이: 서울옥션, K옥션



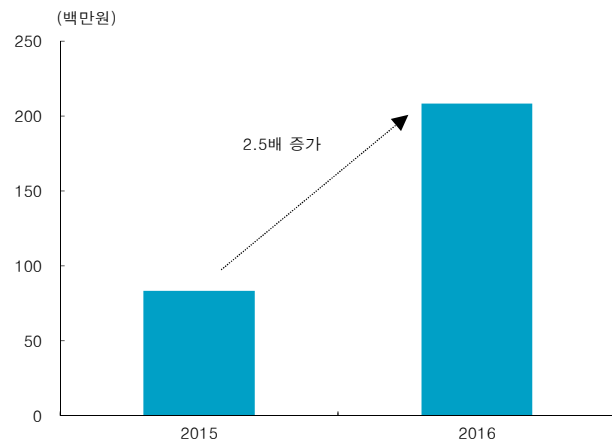
자료: Quantiwise

[그림 22] 한국 아트페어 개최수와 작품판매금액



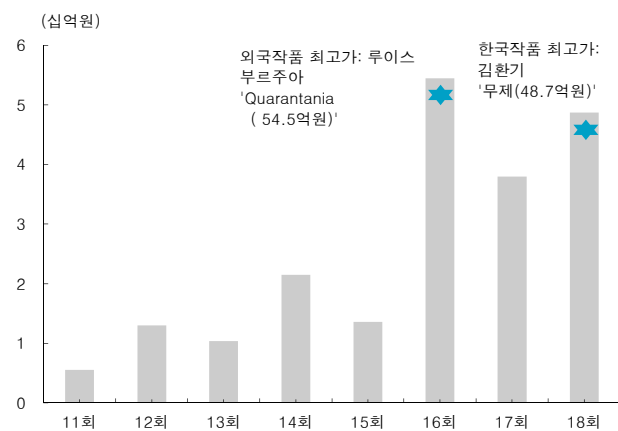
자료: 문화체육관광부 '2015 미술시장 실태조사'

[그림 23] 프린트 베이커리 평균 월간 매출액 추정



자료: 한국투자증권

[그림 24] 서울옥션 홍콩경매 낙찰 최고가 추이



자료: 서울옥션

기업개요

□ 기업개요:

국내 1위 미술품 경매 업체

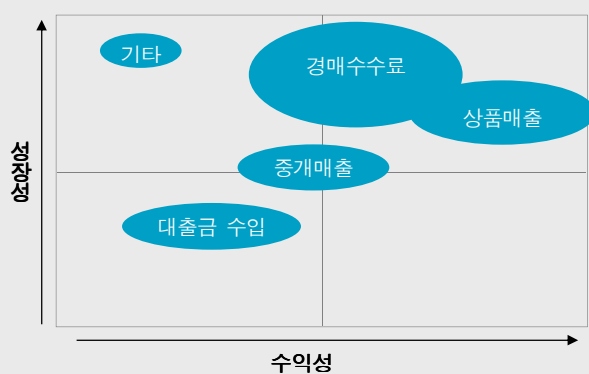
□ 주주 구성:

이호재 외 특수관계인 33.6%, 미래에셋자산운용 5.4%

EQ 지수

- 성장성: ★★★★★
- 이익안정성: ★★★☆☆
- 기업신뢰성: ★★★★★

사업부문별 성장성/수익성 Matrix



기업가치 및 주가의 핵심변수

- 한국 미술품 경매시장 지배력과 작품 소싱 능력
- 국내 및 홍콩 미술품 경매 시장에서 형성되는 한국작품 가격
- 미술시장 대중화로 인한 온라인 경매시장 성장
- 프린트 베이커리의 화환선물/인테리어시장 진입 성공

리스크

- 글로벌 매크로 경기에 따른 미술시장 변화
- 수수료 인하 경쟁으로 인한 수익성 악화
- 단색화 가격상승이 단기에 그칠 가능성

제품	매출액 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
상품매출	319억원 (58.3%)	NA	• 작품 매입 이후 직접 판매 또는 경매를 통해 차익실현(국내 및 해외)	• 국내외 미술품 수집가, 미술관, 기업 등	• 화랑 • K옥션, 마이아트옥션 등 경매업체	• 상품 판매액 전체를 매출로 총액 인식
경매수수료	158억원 (28.8%)	NA	• 온라인 및 오프라인 경매를 통해 차익실현	• 국내외 미술품 수집가, 미술관, 기업 등	• 화랑 • K옥션, 마이아트옥션 등 경매업체	• 2014년 8월 온라인 경매 eBID NOW 론칭, 500만원 미만 대 중저가 미술작품 출품
중개매출	41억원 (7.6%)	NA	• 특정 미술품을 소장한 위탁자와 구매자를 중개해 수수료 수취	• 국내외 미술품 수집가, 미술관, 기업 등	• 화랑 • K옥션, 마이아트옥션 등 경매업체	• 작품에 따라 중개수수료를 유동적
대출금 수입	19억원 (3.4%)	NA	• 미술작품을 담보로 대출을 진행하는 사업	• 미술품 딜러, 경매 및 중개로 미술품을 구매한 고객	• 특별히 경쟁관계에 있는 회사는 없음	• 대출금 평잔액 100억 원 수준
기타매출	34억원 (6.2%)	NA	프린트 베이커리, (서울옥션의 대중화 브랜드) 미술품 보관사업 교육사업	• 개인	• 특별히 경쟁관계에 있는 회사는 없음	• 2012년 프린트 베이커리 런칭 • 서울옥션 총 3개의 아트 스토리지 운영 • 학생과 일반인을 대상으로 한 교육 프로그램 운영

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	65	103	133	158	176
현금성자산	9	5	6	7	11
매출채권및기타채권	14	40	48	56	66
재고자산	32	46	63	73	70
비유동자산	17	23	26	29	37
투자자산	1	0	1	1	2
유형자산	8	14	14	14	14
무형자산	1	1	2	2	2
자산총계	82	126	160	187	213
유동부채	21	52	67	72	70
매입채무및기타채무	14	28	41	36	33
단기차입금및단기사채	7	21	26	32	36
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	6	9	11	13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	4	6	7	9
부채총계	26	58	76	83	83
지배주주지분	56	67	84	103	130
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	39	39	39	39	39
기타자본	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
이익잉여금	12	23	39	59	87
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	56	67	84	103	130

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	6	(14)	1	0	12
당기순이익	4	13	18	22	29
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	2	(29)	(18)	(22)	(17)
기타	0	1	1	0	0
투자활동현금흐름	(0)	(5)	(6)	(5)	(12)
유형자산투자	(1)	(5)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	0	(0)	(0)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
기타	0	(0)	(5)	(4)	(10)
재무활동현금흐름	(0)	15	5	5	4
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1	16	7	7	5
배당금지급	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	0	(0)	0	(0)	(0)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	5	(4)	0	1	4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

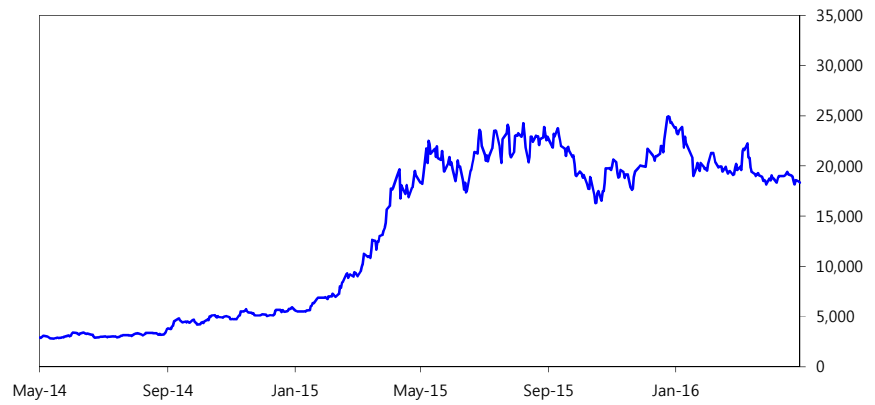
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	24	55	79	93	106
매출원가	13	32	47	55	56
매출총이익	11	22	32	39	49
판매관리비	6	7	10	12	14
영업이익	5	15	22	27	36
금융수익	0	1	1	1	1
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	1	1	1	2	2
이자비용	0	0	1	1	2
기타영업외손익	(0)	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	5	15	22	26	35
법인세비용	1	2	4	5	6
연결당기순이익	4	13	18	22	29
지배주주지분순이익	4	13	18	22	29
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	3	13	18	21	29
지배주주지분포괄이익	3	13	18	21	29
EBITDA	5	15	23	27	36

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	223	805	1,127	1,350	1,791
BPS	3,467	4,145	5,108	6,283	7,876
DPS	80	100	100	100	100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	59.9	130.1	43.5	18.6	13.4
영업이익증가율	67.5	195.4	47.1	21.1	33.3
순이익증가율	67.1	260.5	39.9	19.8	32.6
EPS증가율	66.4	261.0	40.0	19.8	32.6
EBITDA증가율	56.1	186.4	46.7	20.8	32.8
수익성(%)					
영업이익률	21.5	27.6	28.2	28.8	33.9
순이익률	15.1	23.6	23.0	23.3	27.2
EBITDA Margin	22.6	28.2	28.8	29.3	34.3
ROA	4.7	12.5	12.7	12.5	14.4
ROE	6.6	21.0	24.0	23.2	24.6
배당수익률	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	35.8	12.4	8.9	7.4	5.6
안정성					
순차입금(십억원)	(8)	14	19	23	20
차입금/자본총계비율(%)	16.1	37.4	38.5	38.0	34.3
Valuation(X)					
PER	22.6	27.0	16.4	13.7	10.3
PBR	1.5	5.2	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	13.8	24.6	14.5	12.2	9.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
서울옥션(063170)	2015.08.03	NR	-
	2016.05.24	매수	30,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 5월 24일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.