



# 골프존

| Bloomberg Code (215000 KS) | Reuters Code (215000.KQ)

2022년 11월 23일

## [혁신성장]

정민구 책임연구원  
☎ 02-3772-1544  
✉ [mingu.jeong@shinhan.com](mailto:mingu.jeong@shinhan.com)

이병화 부부장 연구위원  
☎ 02-3772-1569  
✉ [bh.lee@shinhan.com](mailto:bh.lee@shinhan.com)

## 내수, 레저기업에서 수출, 플랫폼기업으로



**매수**  
(유지)



현재주가 (11월 22일)  
**106,400 원**



목표주가  
**148,000 원 (하향)**



상승여력  
**39.1%**

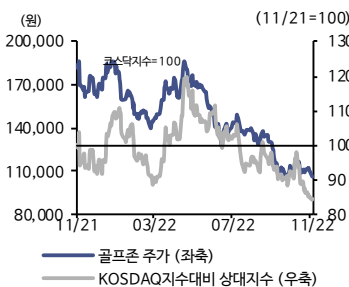
- ◆ 수출, 플랫폼 기업에게 23F PER 4.6배는 현저한 저평가
- ◆ 두가지 성장동력: 해외 확장 + 스마트골프장 신사업
- ◆ 피크아웃 우려를 반박하는 2022년 실적, 성장을 또 보여줄 2023년



투자판단	매수 (유지)
목표주가	148,000 원 (하향)
상승여력	39.1%

KOSPI	2,405.27p
KOSDAQ	712.26p
시가총액	667.7십억원
액면가	500 원
발행주식수	6.3백만주
유동주식수	3.7백만주(59.0%)
52 주 최고가/최저가	186,300 원/104,900 원
일평균 거래량 (60 일)	33,005 주
일평균 거래액 (60 일)	3,854백만원
외국인 지분율	16.16%
<b>주요주주</b>	
골프존뉴딘홀딩스 외 11 인	38.71%
KB 자산운용	13.27%
<b>절대수익률</b>	
3 개월	-21.6%
6 개월	-37.7%
12 개월	-41.3%
<b>KOSDAQ 대비 상대수익률</b>	
3 개월	-12.4%
6 개월	-23.0%
12 개월	-14.9%

주가차트



이제 내수 레저기업 밸류에이션을 벗어나야 할 때

목표주가를 200,000원에서 148,000원으로 조정한다. 목표주가 괴리를 축소를 위한 조정으로 성장에 대한 의견은 변함없다. 2023년 현금 창출이 뛰어난 본업을 바탕으로 수직적(스마트골프장 신사업), 수평적(해외진출)확장이 예상된다. 내수, 레저기업에서 수출, 플랫폼 기업으로 변모 중이다. 골프 피크아웃 우려에 따라 밸류에이션은 최저점이다. 향후 예상되는 견조한 실적으로 이러한 우려는 해소될 것이다.

두가지 성장동력: 해외 확장 + 스마트골프장 신사업

2023년부터 코로나19로 주춤했던 해외 진출이 본격화 된다. 2023년 예상 해외 매출액은 전년대비 30.5% 증가한 933억원이다. 본업인 골프시뮬레이터 판매 외 각 지역별 사업 전략을 통한 성장이 예상된다.

북미에서는 골프팝 사업을 확장한다. 2023년 말까지 총 4지점 운영을 목표로 하고 있다. 2022년 초부터 운영되고 있는 코네티컷 매장에서 연간 매출액 20억원을 달성할 것으로 보인다. 일본에서는 스마트 연습장 사업에 집중한다. 최근 센서기반 골프연습장 수요가 증가하고 있으며, 골프존은 이를 사업 전략으로 하는 일본 골프연습장 프랜차이즈 업체들로 대량공급 진행이 지속될 전망이다. 중국에서는 코로나 19로 지연되었던 스크린골프장 출점 재개와 시뮬레이터 판매망 확장이 예상된다. 2022년 하반기 셋다운으로 인해 지연된 설치 수요가 2023년 상반기부터 본격적으로 나타날 것으로 판단한다.

국내에서는 스마트 골프장 사업에 진출한다. 골프장 ERP사업을 시작으로, 고객관리에서 캐디까지 대체할 수 있는 골프장 무인화를 최종 목표로 삼고 있다. ERP사업은 현재 국내 주요 골프장 185곳을 확보해 점유율 1위를 유지하고 있다. 골프존테카를 통한 골프장 내 센서 설치 및 개인용 스마트기기 판매로 B2C 사업 확장도 준비 중이다.

2023년, 여전히 스크린골프 수요에 해외 확장 효과가 더해진다

2022년 실적은 매출액 6,325억원(+43.6%, YoY), 영업이익 1,667억원(+54.8%, YoY)으로 전망한다. 2022년 실적성장은 1) 국내 가맹점 수 증가 2) GDR 출점 증가와 ASP상승 3) 해외사업 확장이 이끌 것으로 예상된다. 2023년에도 국내 골프사업 피크아웃 우려와 달리 가맹점 출점에 대한 수요가 여전히 높고, 해외 주요 지역 내 사업 본격화에 따라 외형성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄지는 해로 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	298.5	51.6	48.7	38.3	6,098	136.0	35,785	11.4	5.0	1.9	18.0	(5.8)
2021	440.3	107.7	103.8	76.3	12,161	99.4	45,869	14.4	6.8	3.8	29.8	(39.5)
2022F	632.5	166.7	171.8	129.5	20,634	69.7	63,085	5.2	1.9	1.7	37.9	(67.3)
2023F	715.1	196.2	194.1	146.1	23,285	12.8	82,952	4.6	1.1	1.3	31.9	(80.6)
2024F	814.4	234.9	233.4	176.4	28,106	20.7	107,640	3.8	0.3	1.0	29.5	(86.1)

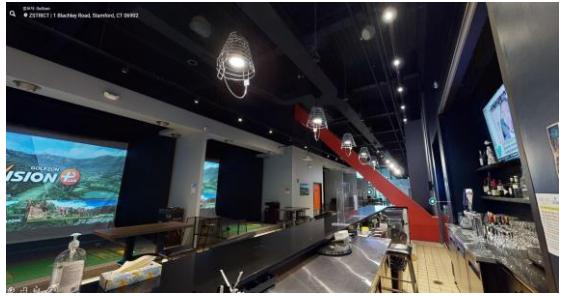
자료: 회사 자료, 신한투자증권

북미 골프존 Social 홈페이지



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

골프존 Social 코네티컷지점 전경



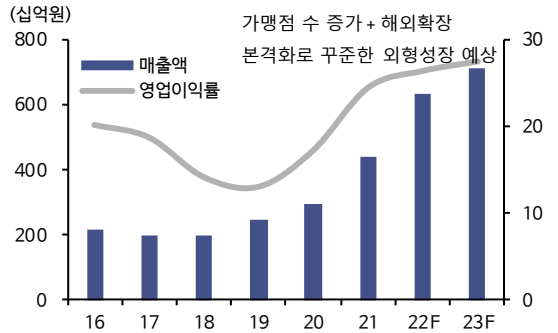
자료: 회사 자료, 신한투자증권

골프존 미국 치킨골프 홈페이지



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연도별 매출액 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	20	21	22F	23F
매출액	99.4	105.8	123.1	112.1	153.9	146.2	176.1	156.3	298.5	440.3	632.5	715.1
(%YoY)	36.6	46.5	54.6	51.5	54.8	38.2	43.1	39.5	20.8	47.5	43.6	13.1
가맹	43.2	44.4	50.5	37.2	76.7	65.1	70.3	51.1	126.9	175.3	263.2	297.9
비가맹	19.8	21.9	23.8	23.2	25.1	23.3	26.2	24.3	80.6	88.7	98.9	104.6
GDR	21.2	22.9	24.7	25.7	29.4	32.5	35.6	36.2	38.5	94.5	133.7	147.3
해외	9.4	9.4	15.5	17.6	10.8	13.3	23.9	23.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.8	7.3	8.5	8.4	11.9	12.0	20.1	21.2	26.3	30.0	65.2	71.9
영업이익	28.4	30.0	37.2	12.0	50.7	45.6	44.9	25.4	51.6	107.7	166.7	196.2
영업이익률	28.6	28.4	30.2	10.7	32.9	31.2	25.5	16.3	17.3	24.5	26.4	27.4
당기순이익	21.3	22.3	29.0	3.9	38.0	35.2	36.5	19.9	37.5	76.4	129.7	146.4
순이익률	21.5	21.1	23.5	3.4	24.7	24.1	20.7	12.7	12.6	17.4	20.5	20.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>367.3</b>	<b>483.6</b>	<b>654.6</b>	<b>806.6</b>	<b>994.2</b>
유동자산	118.1	242.4	431.0	599.8	780.5
현금및현금성자산	23.5	69.0	229.0	385.5	551.4
매출채권	16.6	23.2	33.3	37.7	42.9
재고자산	10.4	25.2	36.1	40.9	46.5
비유동자산	249.2	241.2	223.6	206.8	213.8
유형자산	117.4	114.3	99.5	85.1	94.2
무형자산	20.8	20.8	18.0	15.5	13.4
투자자산	5.4	0.1	0.1	0.1	0.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>141.7</b>	<b>191.7</b>	<b>254.5</b>	<b>281.5</b>	<b>314.0</b>
유동부채	80.9	130.2	187.0	211.4	240.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	4.1	7.5	10.8	12.2	13.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	60.8	61.5	67.6	70.1	73.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	52.1	47.7	47.7	47.7	47.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>225.6</b>	<b>291.9</b>	<b>400.2</b>	<b>525.1</b>	<b>680.3</b>
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타자본	3.2	4.6	4.6	4.6	4.6
기타포괄이익누계액	(3.2)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
이익잉여금	152.5	213.2	321.2	445.9	600.8
지배주주지분	224.6	287.8	395.9	520.6	675.5
비지배주주지분	1.0	4.1	4.3	4.5	4.8
*총차입금	68.1	66.0	74.0	77.4	81.5
*순차입금(순현금)	(13.0)	(115.3)	(269.3)	(423.2)	(586.0)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>87.4</b>	<b>136.1</b>	<b>205.9</b>	<b>195.2</b>	<b>234.2</b>
당기순이익	37.5	76.4	129.7	146.4	176.7
유형자산상각비	29.8	34.3	44.8	34.4	40.9
무형자산상각비	3.2	2.8	2.8	2.4	2.1
외환환산손실(이익)	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	1.1	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전자본변동	12.2	4.7	29.9	13.3	15.8
(법인세납부)	(8.8)	(14.3)	(42.1)	(47.8)	(56.7)
기타	12.2	33.6	42.1	47.8	56.7
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(52.6)</b>	<b>(63.7)</b>	<b>(31.9)</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(51.0)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(15.3)	(12.5)	(30.0)	(20.0)	(50.0)
유형자산의감소	0.7	1.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.5)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타	(33.5)	(50.3)	(1.9)	(0.8)	(1.0)
<b>FCF</b>	<b>74.0</b>	<b>127.1</b>	<b>165.4</b>	<b>174.2</b>	<b>182.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(25.3)</b>	<b>(29.6)</b>	<b>(14.0)</b>	<b>(18.0)</b>	<b>(17.3)</b>
차입금의증가(감소)	(0.8)	0.0	8.0	3.4	4.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(12.9)	(15.7)	(22.0)	(21.5)	(21.5)
기타	(11.6)	(13.9)	0.0	0.1	0.1
기타현금흐름	(1.7)	0.0	0.0	0.2	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	1.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>7.5</b>	<b>43.8</b>	<b>160.1</b>	<b>156.5</b>	<b>165.9</b>
기초현금	16.0	25.2	69.0	229.0	385.5
기말현금	23.5	69.0	229.0	385.5	551.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

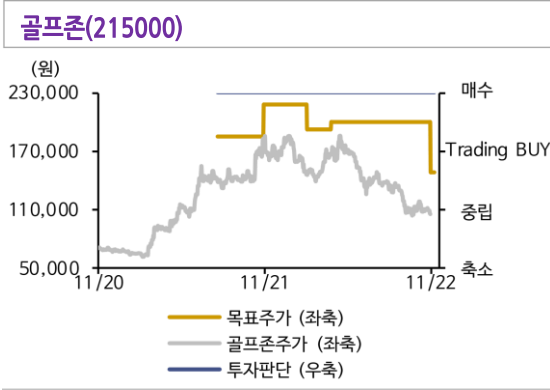
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>298.5</b>	<b>440.3</b>	<b>632.5</b>	<b>715.1</b>	<b>814.4</b>
증감률 (%)	20.9	47.5	43.6	13.1	13.9
<b>매출원가</b>	<b>111.9</b>	<b>155.0</b>	<b>251.2</b>	<b>268.9</b>	<b>301.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>186.6</b>	<b>285.3</b>	<b>381.3</b>	<b>446.2</b>	<b>513.1</b>
매출총이익률 (%)	62.5	64.8	60.3	62.4	63.0
<b>판매관리비</b>	<b>135.1</b>	<b>177.7</b>	<b>214.6</b>	<b>250.0</b>	<b>278.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>51.6</b>	<b>107.7</b>	<b>166.7</b>	<b>196.2</b>	<b>234.9</b>
증감률 (%)	59.7	108.8	54.8	17.7	19.7
영업이익률 (%)	17.3	24.5	26.4	27.4	28.8
<b>영업외손익</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>5.1</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(1.5)</b>
금융손익	0.3	(0.3)	8.8	3.1	5.2
(3.2)	(3.6)	(3.8)	(5.2)	(6.7)	
중속 및 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>48.7</b>	<b>103.8</b>	<b>171.8</b>	<b>194.1</b>	<b>233.4</b>
법인세비용	11.2	27.3	42.1	47.8	56.7
계속사업이익	37.5	76.4	129.7	146.4	176.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>37.5</b>	<b>76.4</b>	<b>129.7</b>	<b>146.4</b>	<b>176.7</b>
증감률 (%)	131.3	103.9	69.7	12.8	20.7
순이익률 (%)	12.6	17.4	20.5	20.5	21.7
(지배주주)당기순이익	38.3	76.3	129.5	146.1	176.4
(비지배주주)당기순이익	(0.8)	0.1	0.2	0.2	0.3
<b>총포괄이익</b>	<b>36.5</b>	<b>78.0</b>	<b>129.7</b>	<b>146.4</b>	<b>176.7</b>
(지배주주)총포괄이익	37.3	77.5	128.9	145.5	175.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.9)	0.5	0.8	0.9	1.1
<b>EBITDA</b>	<b>84.6</b>	<b>144.8</b>	<b>214.3</b>	<b>233.1</b>	<b>278.0</b>
증감률 (%)	61.9	71.2	48.0	8.7	19.3
EBITDA 이익률 (%)	28.3	32.9	33.9	32.6	34.1

**주요 투자지표**

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	5,975	12,181	20,669	23,324	28,153
EPS (지배순이익, 원)	6,098	12,161	20,634	23,285	28,106
BPS (자본총계, 원)	35,945	46,515	63,766	83,672	108,406
BPS (지배지분, 원)	35,785	45,869	63,085	82,952	107,640
DPS (원)	2,500	3,500	3,500	3,500	3,500
PER (당기순이익, 배)	11.6	14.3	5.1	4.6	3.8
PER (지배순이익, 배)	11.4	14.4	5.2	4.6	3.8
PBR (자본총계, 배)	1.9	3.8	1.7	1.3	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.9	3.8	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA (배)	5.0	6.8	1.9	1.1	0.3
배당성향 (%)	41.0	28.8	16.6	14.7	12.2
배당수익률 (%)	3.6	2.0	3.3	3.3	3.3
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	28.3	32.9	33.9	32.6	34.1
영업이익률 (%)	17.3	24.5	26.4	27.4	28.8
순이익률 (%)	12.6	17.4	20.5	20.5	21.7
ROA (%)	11.0	18.0	22.8	20.0	19.6
ROE (지배순이익, %)	18.0	29.8	37.9	31.9	29.5
ROIC (%)	32.8	79.3	193.3	459.2	1,051.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	62.8	65.7	63.6	53.6	46.2
순차입금비율 (%)	(5.8)	(39.5)	(67.3)	(80.6)	(86.1)
현금비율 (%)	29.0	53.0	122.5	182.4	229.0
이자보상배율 (배)	34.1	72.1	107.0	116.5	132.8
<b>활동성</b>					
순운전자본회전을 (회)	(16.0)	(11.4)	(10.3)	(9.3)	(9.3)
재고자산회수기간 (일)	13.0	14.8	17.7	19.7	19.6
매출채권회수기간 (일)	20.3	16.5	16.3	18.1	18.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 08월 13일	매수	185,000	(19.7)	(0.8)
2021년 11월 22일	매수	218,000	(22.5)	(14.6)
2022년 02월 25일	매수	192,300	(19.6)	(10.3)
2022년 04월 19일	매수	200,000	(28.0)	(6.9)
2022년 10월 20일		6개월경과	(44.1)	(40.5)
2022년 11월 23일	매수	148,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정민구, 백지우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조분석석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조분석석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조분석석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대어, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	섹터	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>
----	---	----	--

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 21일 기준)

매수 (매수)	96.40%	Trading BUY (중립)	1.80%	중립 (중립)	1.80%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------