



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

RA 정은수
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 94,000 원

현재주가 (7.27) 77,400 원

상승여력 21.4%

KOSDAQ	801.23pt
시가총액	4,857억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	46.26%
외국인비중	7.78%
52주 최고/최저가	77,400원/29,850원
평균거래대금	35.4억원

주요주주(%)

김원일 외 21 인	53.69
KB자산운용	21.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	27.9	8.7
상대주가	2.6	9.5	-12.5

주가그래프**골프존 215000****2분기, 낙수효과**

- ✓ 2분기 영업이익은 141억원으로 비수기를 무색하게 한 서프라이즈 기록
- ✓ 해외 골프 여행 불가로 국내로 집중된 골프 수요, 스크린골프도 영향권
- ✓ 7월 현재 트렌드, 상반기 대비 뒤쳐지지 않아 높은 이익 이어갈 것
- ✓ 2030 중심의 신규 골퍼 유입, 중장기적인 골프 인구 성장의 기틀을 마련
- ✓ 예상 지속적으로 상회하는 이익 눈높이, 하반기 추가 상승 지지할 것

성수기 수준의 이익을 달성한 비수기 실적

골프존의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 각각 722억원(+18.9% YoY)과 141억원(+42.6% YoY)로 기대치를 크게 상회했다. 이는 라운드수가 20%대 증가하며 스크린골프 실적이 예상을 크게 상회한 데 따른다. 당사가 추정하는 골프존의 2분기 스크린골프 관련 이익은 180억원으로 최성수기인 1분기(200억원)와 유사하다. 스크린골프의 비수기임에도 국내 골프 수요 급증의 낙수효과 때문으로 판단된다.

해외 사업과 GDR 부문은 예상과 유사한 적자를 기록했다. GDR은 50억원(/분기)에서 40억원으로 축소했는데, 젊은 인구 중심으로 증가하는 골프 수요를 고려했을 때 교육 수요 또한 하반기 견조한 성장을 이어가며 적자 규모를 추가 축소할 것으로 예상된다. 동 부문은 4분기 월 BEP 도달이 전망된다.

건강한 실적 성장, 하반기 추가 주가 상승 지지할 것

상반기 가맹점주들의 신규 출점이 대거 이어지며 하반기 추정치를 보수적으로 제시한 바 있으나 현재 출점 및 투비전+ 판매 대수는 2분기 대비 뒤쳐지지 않고 있다. 더욱이 장마로 인해 골프장보다 스크린골프에 유리한 날씨가 조성되고 있어 3분기 스크린골프 실적은 상반기의 고성장 기조를 이어갈 것으로 판단된다.

실적 상향을 반영하여 동사의 적정주가를 기준 82,000원에서 94,000원으로 상향한다. 벨류에이션 대상 기간은 기존 2H20~1H21을 유지했다. 동사 주가는 이익 성장이 상승의 주요인으로 작용해왔는데, 이를 참고 시 예상을 지속적으로 상회하는 실적은 하반기 추가 주가 상승을 지지할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	198.7	28.2	20.4	3,254	-74.3	31,061	10.3	1.1	3.5	10.6	30.3
2019	247.0	32.3	16.2	2,584	-20.6	31,877	26.7	2.2	8.5	8.2	56.3
2020E	291.6	49.0	35.0	5,579	115.9	34,657	13.9	2.2	6.0	16.8	58.3
2021E	331.4	61.8	43.5	6,927	24.2	38,385	11.2	2.0	4.7	19.0	58.2
2022E	362.1	78.0	54.5	8,688	25.4	43,874	8.9	1.8	3.3	21.1	54.9

표1 골프존 2Q20 실적 Review

(실적원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	72.2	60.7	18.9	72.7	-0.7	74.4	-2.9	74.4	-2.9
영업이익	14.1	9.9	42.6	15.3	-8.1	10.3	36.7	10.3	36.7
세전이익	N/A	10.0	N/A	15.5	N/A	10.5	N/A	10.5	N/A
순이익	N/A	7.9	N/A	11.8	N/A	7.9	N/A	7.9	N/A

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

표2 골프존 실적 추이 및 전망

(실적원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출 추정																
매출	43.5	48.5	51.3	55.4	60.5	60.7	65.6	60.1	72.7	72.2	77.8	68.9	198.7	247.0	291.6	331.4
스크린골프	46.0	47.5	51.1	55.6	59.1	62.5	70.8	63.5	77.7	76.1	83.0	72.2	200.2	255.9	308.9	349.7
Golf simulator	37.6	44.3	47.1	51.5	53.5	54.5	56.6	48.3	64.2	59.1	59.5	48.0	180.5	213.0	237.4	257.2
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	2.8	3.0	3.4	2.9	2.4	3.6	3.8	3.7	2.9	2.9	3.8	3.7	12.1	13.6	13.3	14.3
직영사업	0.1	0.2	0.5	1.0	5.1	3.9	6.3	8.1	9.2	11.8	13.6	15.8	1.8	23.5	50.4	63.1
유지보수	2.6	2.4	2.8	2.8	2.7	1.8	2.1	5.6	2.6	1.8	2.1	5.6	10.5	12.2	12.0	10.5
Golf simulator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상AS 및 질관리수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비즈몰	0.8	1.3	1.6	1.5	2.0	1.8	1.8	1.6	2.0	1.0	1.0	1.0	5.2	7.2	5.0	6.0
유지보수 자체	1.0	0.4	0.7	0.7	0.8	0.0	0.3	4.0	0.6	0.0	0.3	3.2	2.8	5.1	4.0	4.5
기타	0.7	0.6	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0
연결조정	-5.1	-1.4	-2.5	-3.1	-1.3	-3.6	-7.3	-8.9	-7.5	-5.7	-7.3	-8.9	-12.1	-21.1	-29.3	-28.8
성장률(% YoY)																
매출	-26.0	2.0	3.8	24.9	39.1	25.3	27.8	8.6	20.2	18.9	18.6	14.5	-0.7	24.3	18.1	13.6
스크린골프	-33.8	-19.8	6.8	-12.0	28.4	31.6	38.6	14.1	31.4	21.7	17.3	13.7	-16.5	27.8	20.7	13.2
Golf simulator	-40.0	-16.8	-2.9	-11.8	42.3	23.1	20.1	-6.1	19.9	8.5	5.2	-0.8	-19.0	18.0	11.5	8.3
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	-43.9	-19.3	N/A	N/A	-14.8	23.0	11.4	29.7	19.2	-20.0	0.0	0.0	156.9	12.5	-1.9	7.5
직영사업									78.7	202.4	117.1	94.6			115.1	25.1
유지보수	-73.5	-68.7	-58.4	N/A	6.4	-24.4	-23.4	97.8	-7.0	0.0	0.0	0.0	-44.7	16.0	-1.6	-12.4
원가 추정																
매출원가	13.1	19.4	20.1	24.9	21.6	24.3	24.2	23.8	26.8	26.8	29.3	23.8	77.6	93.9	106.5	119.6
매출원가율(%)	30.1	40.1	39.2	45.0	35.6	40.0	36.9	39.6	36.9	37.1	37.7	34.6	39.0	38.0	36.5	36.1
판매관리비	19.9	22.4	24.4	26.2	24.1	26.5	33.7	36.6	30.6	31.3	36.8	37.4	93.0	120.9	136.1	150.1
판관비율(%)	45.8	46.2	47.6	47.4	39.8	43.7	51.3	60.8	42.0	43.4	47.3	54.3	46.8	48.9	46.7	45.3
이익 추정																
매출총이익	30.4	29.0	31.2	30.5	39.0	36.4	41.4	36.4	45.9	45.4	48.5	45.1	121.1	153.2	185.1	211.8
매출총이익률(%)	69.9	59.9	60.8	55.0	64.4	60.0	63.1	60.4	63.1	62.9	62.3	65.4	67.1	71.9	78.0	82.4
% YoY	-14.5	4.2	-12.1	55.0	28.0	25.5	32.7	19.4	17.8	24.7	17.1	23.9	2.1	26.4	20.9	14.4
영업이익	10.5	6.6	6.8	4.2	14.8	9.9	7.8	-0.2	15.3	14.1	11.7	7.6	28.2	32.3	49.0	61.8
영업이익률(%)	24.1	13.7	13.3	7.6	24.5	16.3	11.8	-0.3	21.1	19.5	15.0	11.1	14.2	13.1	16.8	18.6
% YoY	-26.7	-13.9	-18.1	-40.6	41.3	49.1	14.0	적전	3.3	42.6	50.8	흑전	-24.8	14.7	51.8	25.9

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	198.7	247.0	291.6	331.4	362.1
매출액증가율 (%)	-0.7	24.3	18.1	13.6	9.2
매출원가	77.6	93.9	106.5	119.6	124.4
매출총이익	121.1	153.2	185.2	211.8	237.7
판매관리비	93.0	120.9	136.1	150.1	159.7
영업이익	28.2	32.3	49.0	61.8	78.0
영업이익률	14.2	13.1	16.8	18.6	21.5
금융손익	1.4	1.1	0.3	0.0	2.0
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
기타영업외손익	-3.1	-3.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	26.4	29.9	49.3	61.7	80.0
법인세비용	5.9	13.6	11.7	15.3	20.2
당기순이익	20.4	16.2	35.0	43.5	54.5
지배주주지분 순이익	20.4	16.2	35.0	43.5	54.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	32.9	39.5	62.4	74.1	90.9
당기순이익(손실)	20.4	16.2	35.0	43.5	54.5
유형자산상각비	3.6	16.9	26.9	28.0	28.8
무형자산상각비	2.6	3.0	1.7	2.0	5.2
운전자본의 증감	4.4	1.8	-1.2	0.6	2.4
투자활동 현금흐름	-56.2	-46.9	-18.3	-18.2	-18.2
유형자산의증가(CAPEX)	-12.2	-35.7	-18.0	-18.0	-18.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-5.1	-0.2	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-28.4	-36.1	-8.7	-13.0	-16.0
차입금의 증감	-13.2	37.6	4.2	4.6	4.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-51.4	-43.1	35.4	42.9	56.7
기초현금	110.6	59.1	16.0	51.4	94.3
기말현금	59.1	16.0	51.4	94.3	151.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	145.3	81.7	123.8	172.6	233.9
현금및현금성자산	59.1	16.0	51.4	94.3	151.0
매출채권	18.2	16.7	19.7	22.4	24.4
재고자산	10.5	10.9	12.9	14.6	16.0
비유동자산	108.8	230.9	220.4	208.6	192.7
유형자산	83.6	115.9	107.0	97.0	86.2
무형자산	9.6	20.0	18.3	16.4	11.2
투자자산	1.1	6.1	6.2	6.3	6.4
자산총계	254.1	312.6	344.2	381.2	426.6
유동부채	54.3	61.1	72.0	81.7	89.1
매입채무	4.3	3.1	3.6	4.1	4.5
단기차입금	18.3	0.8	0.8	0.8	0.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.8	51.5	54.8	58.6	62.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	59.1	112.5	126.7	140.3	151.3
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-2.8	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
이익잉여금	122.6	127.2	144.6	168.0	202.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	194.9	200.0	217.5	240.9	275.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	31,664	39,363	46,473	52,816	57,696
EPS(지배주주)	3,254	2,584	5,579	6,927	8,688
CFPS	5,457	7,835	11,941	14,141	16,997
EBITDAPS	5,481	8,327	12,368	14,622	17,836
BPS	31,061	31,877	34,657	38,385	43,874
DPS	1,850	2,050	2,800	3,200	3,200
배당수익률(%)	5.5	3.0	3.6	4.1	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	10.3	26.7	13.9	11.2	8.9
PCR	6.1	8.8	6.5	5.5	4.6
PSR	1.1	1.8	1.7	1.5	1.3
PBR	1.1	2.2	2.2	2.0	1.8
EBITDA	34.4	52.3	77.6	91.8	111.9
EV/EBITDA	3.5	8.5	6.0	4.7	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	8.2	16.8	19.0	21.1
EBITDA 이익률	17.3	21.2	26.6	27.7	30.9
부채비율	30.3	56.3	58.3	58.2	54.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(X)	37.6	32.2	31.6	37.0	43.8
매출채권회전율(X)	11.3	14.2	16.0	15.8	15.5
재고자산회전율(X)	16.8	23.1	24.6	24.2	23.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관리사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.06.03	산업분석	Buy	84,000	이효진	-14.6	-8.7	(원)	— 골프존 — 적정주가
2019.07.10	산업브리프	Buy	93,000	이효진	-28.3	-14.2	105,000	
2020.02.28	기업브리프	Buy	74,000	이효진	-38.4	-13.0	70,000	
2020.05.25	산업분석	Buy	82,000	이효진	-12.9	-5.6	35,000	
2020.07.28	기업브리프	Buy	94,000	이효진	-	-	0	