SK COMPANY Analysis

SK securities

골프존 (215000/KQ | 매수(신규편입) | T.P 100,000 원(신규편입))

2 분기 연속 어닝서프라이즈는 먼가 달라 졌다는 의미

- 1 분기에 이어 2 분기도 어닝서프라이즈 기록
- 스크린골프 유저수 증가에 따른 라운드 수 호조 지속으로 고마진 구간 진입
- 사업 호조 기대에 따른 신규 가맹점 증가도 지속돼 H/W 판매도 호조
- 라운드수 증가와 가맹점 증가의 선순환 지속
- GDR 직영점과 해외사업의 적자 축소가 올해, 내년 이익 증가 기여 전망

2 분기 실적도 어닝서프라이즈 기록

골프존 2 분기 매출액은 722 억원(+18.9%YoY, -0.7%QoQ), 영업이익 141 억원(+42.6%YoY, -8.0%QoQ)을 기록했다. 컨센서스 매출액이 744 억원, 영업이익 105 억원이었던 것에 비하면 이익 측면에서 어닝 서프라이즈를 기록했다. 코로나 19 로 인해 해외골프 여행을 못 가는 골퍼들이 국내 골프장으로 몰리면서 국내 골프 산업이 초호황을 누리고 있으며, 상대적으로 안전한 운동인 스크린 골프로 여성 골퍼를 비롯한 신규 골퍼들이 지속적으로 유입되고 있다. 가장 비수기인 이번 2 분기의 라운드수가 1,639 만 라운드(+20.3%YoY)로 가장 성수기인 1 분기 1,735 만 라운드와 큰 차이가 없을 정도로 호조를 보였으며, 그에 따라 신규 가맹점 증가에 따른 H/W 판매도 호조를 보였다.

3 분기도 라운드수 호조와 신규 가맹 지속 증가 기대

3 분기 매출액은 739 억원(+12.6%YoY, +2.3%QoQ), 영업이익은 152 억원(+95.8%YoY, +7.8%QoQ)으로 전망한다. 여전히 스크린골프 유저 증가에 따른 라운드수가 호조를 보이고 있으며, 자영업자들의 스크린골프 창업 선호도도 높게 유지되고 있다. 레벨업된 분기실적이 지속되면서 2020 년 매출액은 2,880 억원(+16.6%YoY), 영업이익은 564 억원(+74.5%YoY)로 전망한다. 코로나 19 로 인한 일시적인 스크린골프 인구 증가가 아닌 신규 유저의 유입은 지속적인 실적 호조를 뒷받침 할 것으로 예상하며, 작년에 150 억원 이상의 적자를 기록했던 GDR 직영점 관련 손실이 직영점 확장 속도 조절 및 수익성 확보 노력으로, 적자 폭이 감소하며 올해와 내년 전사 영업이익 증가에 일조할 것으로 전망한다. 경쟁사의 진입 우려도 있지만, 안정적인 매출을 보장해주는 골프존에 대한 자영업자들의 선호도는 높게 유지되고 있다. 신규 매수, 목표주가 100,000 원(12MF EPS 에 목표 PER 13 배)으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	2,001	1,987	2,470	2,880	2,983	3,150
yoy	%	-7.8	-0.7	24.3	16.6	3.6	5.6
영업이익	억원	375	282	323	564	733	809
yoy	%	-14.4	-24.8	14.7	74.6	30.0	10.4
EBITDA	억원	430	344	523	892	1,050	1,145
세전이익	억원	507	264	299	562	742	835
순이익(지배주주)	억원	793	204	162	433	572	644
영업이익률%	%	18.7	14.2	13.1	19.6	24.6	25.7
EBITDA%	%	21.5	17.3	21.2	31.0	35.2	36.3
순이익률	%	39.7	10.3	6.6	15.0	19.2	20.5
EPS(계속사업)	원	12,655	3,254	2,584	6,899	9,114	10,263
PER	배	3.5	10.3	26.7	11.2	8.5	7.5
PBR	배	1.5	1.1	2.2	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	배	4.4	3.5	8.6	5.4	4.0	3.0
ROE	%	51.2	10.6	8.2	20.1	22.0	20.0
순차입금	억원	-919	-904	113	-137	-755	-1,538
부채비율	%	34.0	30.3	56.3	53.6	34.1	25.9

Analyst
윤혁진
hjyoon2019@sks.co.kr
02-3773-9025

Company Data

자본금	31 억원
발행주식수	628 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,857 억원
주요주주	
김원일(외22)	53.74%
KB자산운용	25.57%
외국인지분률	7.50%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(20/07/27)	77,400 원
KOSDAQ	801.23 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	77,400 원
52주 최저가	29,850 원
60일 평균 거래대금	35 억원

주가 및 상대수익률

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

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

스크린 골프의 압도적인 1 위 사업자

골프존은 스크린골프(시뮬레이터 판매 & 가맹/직영점 운영)와 그에 따른 유지보수 사업을 영위하는 회사로 부문별 매출 비중은 비가맹사업 43%, 가맹사업 38%, 해외사업 8%, 기타 11%로 구성되어 있다. 국내 프랜차이즈 시장은 경기 부진에 따른 어려움을 겪고 있지만, 스크린골프는 수익성이 좋아 수도권뿐만 아니라 지방에서도 수요가 증가하며 신규 가맹 호조를 지속하고 있고, 2020 년 들어 제 2 의 전성기를 맞고 있다.

비가맹사업부문에는 비가맹점 네트워크 서비스(스크린골프 게임 라운드당 네트워크 서비스료 수취), GS 특판(복지센타, 비영리단체 판매 등), GDR 판매(골프 레슨용 GDR 기기), GDR 직영점(실내 골프연습장, 골프존 GDR 아카데미 포함)이 포함되어 있으며, 가맹 부문에는 가맹점 H/W 판매, 유지보수료, 가맹직영점 매출이 포함된다. 또한 중국(청도/심천에 3 개 사이트), 일본(동경에 2 개 사이트), 베트남(하오니, 호치민 등 10 개 사이트), 미국(코네티컷에 1 개 사이트)에 글로벌 직영점을 운영하고 있다.

2 분기 연속 어닝 서프라이즈 기록

골프존 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**60.5**	**60.7**	**65.6**	**60.1**	**72.7**	**72.2**	**73.9**	**69.1**	**198.7**	**247.0**	**288.0**	**298.3**
비가맹	27.8	23.0	25.9	28.8	30.7	29.7	29.1	28.0	102.9	105.4	117.6	117.7
가맹	23.8	26.0	27.1	17.5	30.0	31.4	33.4	29.2	57.2	94.4	124.0	129.7
해외	3.2	4.7	5.5	6.6	5.5	5.0	4.4	5.3	14.9	20.1	20.3	26.4
기타	5.8	7.1	7.1	7.2	6.5	6.0	6.9	6.6	23.6	27.2	26.1	24.5
영업이익	**14.8**	**9.9**	**7.8**	**-0.2**	**15.3**	**14.1**	**15.2**	**11.7**	**28.2**	**32.3**	**56.4**	**73.3**
OPM	24.5%	16.3%	11.8%	-0.3%	21.1%	19.5%	20.6%	17.0%	14.2%	13.1%	19.6%	24.6%

자료: 골프존, SK 증권

골프존 2 분기 매출액은 722 억원(+18.9%YoY, -0.7%QoQ), 영업이익 141 억원(+42.6%YoY, -8.0%QoQ)을 기록했다. 컨센서스 매출액이 744 억원, 영업이익 105 억원이었던 것에 비하면 이익 측면에서 어닝 서프라이즈를 기록했다. 코로나 19 로 인해 해외골프 여행을 못 가는 골퍼들이 국내 골프장으로 몰리면서 국내 골프 산업이 초호황을 누리고 있으며, 상대적으로 안전한 운동인 스크린 골프로 여성 골퍼를 비롯한 신규 골퍼들이 지속적으로 유입되고 있다. 가장 비수기인 이번 2 분기의 라운드수가 1,639 만 라운드(+20.3%YoY)로 가장 성수기인 1 분기 1,735 만 라운드와 큰 차이가 없을 정도로 호조를 보였으며, 그에 따라 신규 가맹점 증가에 따른 H/W 판매도 호조를 보였다.

3 분기도 라운드수 호조와 신규 가맹 지속 증가 기대

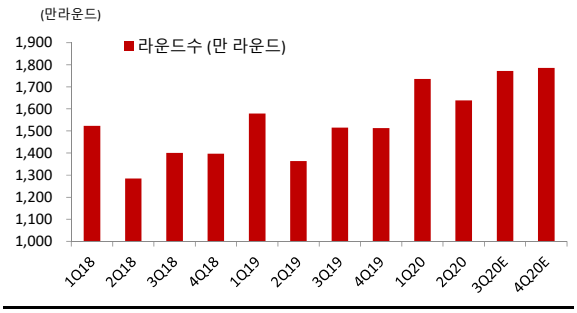
3 분기 매출액은 739 억원(+12.6%YoY, +2.3%QoQ), 영업이익은 152 억원(+95.8%YoY, +7.8%QoQ)으로 전망한다. 여전히 스크린골프 유저 증가에 따른 라운드수가 호조를 보이고 있으며, 자영업자들의 스크린골프 창업 선호도도 높게 유지되고 있다.

2020 년 매출액은 2,880 억원(+16.6%YoY), 영업이익은 564 억원(+74.5%YoY)로 레벨업된 분기실적이 지속되면서 호실적을 기록할 것으로 전망한다. 코로나 19 로 인한 일시적인 스크린골프 인구 증가가 아닌 신규 유저의 유입은 지속적인 실적 호조를 뒷받침 할 것으로 예상하며, 작년에 150 억원 이상의 적자를 기록했던 GDR 직영점 관련 손실이 직영점 확장 속도 조절 및 수익성 확보 노력으로, 적자 폭이 감소하며 올해와 내년 전사 영업이익 증가에 일조할 것으로 전망한다.

경쟁사의 진입 우려도 있지만, 안정적인 매출을 보장해주는 골프존에 대한 자영업자들의 선호도는 높게 유지되고 있다. 신규 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원(12 개월 Forward EPS 에 목표 PER 13 배, 2015 년 호실적 기록 했을 때의 평균 PER)으로 커버리지를 개시한다.

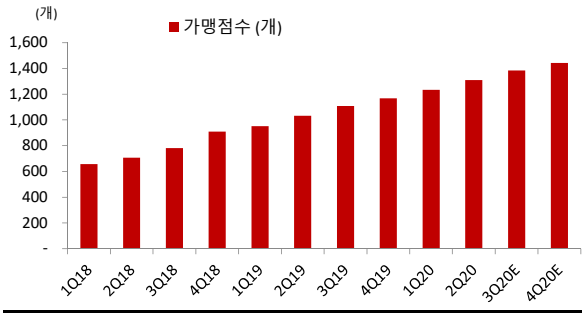
Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

골프존 라운드 수 추이



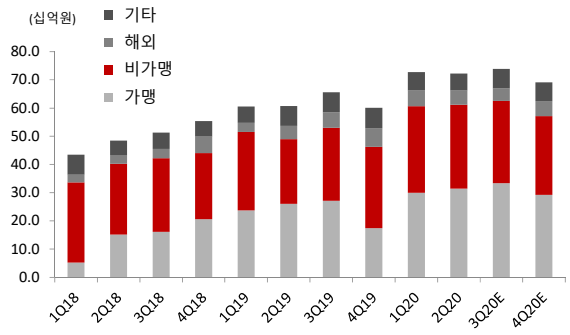
자료 : 골프존, SK 증권

가맹점수 추이



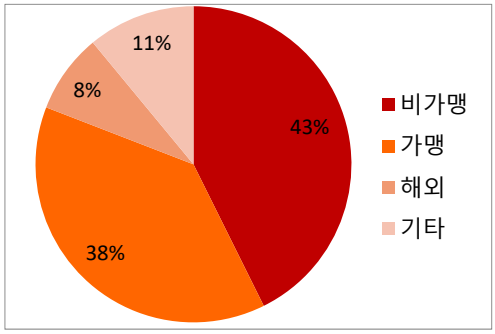
자료 : 골프존, SK 증권

골프존 사업부문 매출액 추이



자료 : 골프존, SK 증권

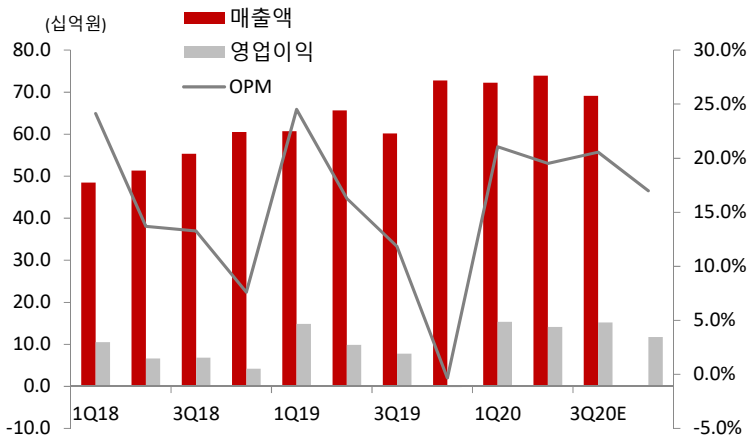
골프존 부문별 매출액 비중



자료 : 골프존, SK 증권

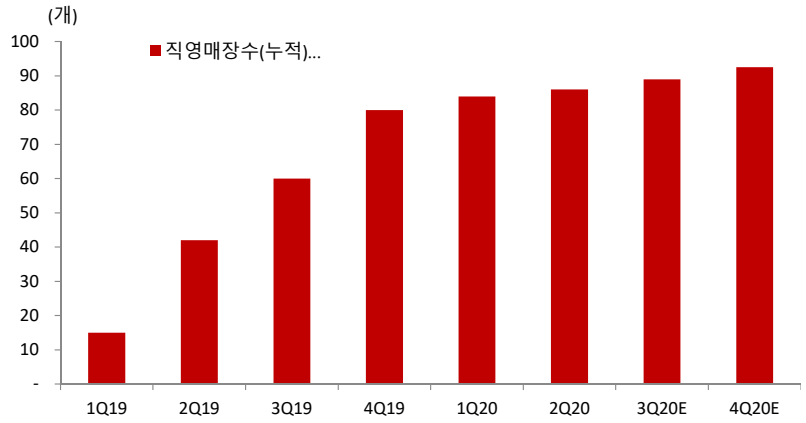
골프존 실적 추이

(단위 :)



자료 : 골프존, SK 증권

골프존 직영매장수 추이 (단위 : 개)



자료 : 골프존, SK 증권

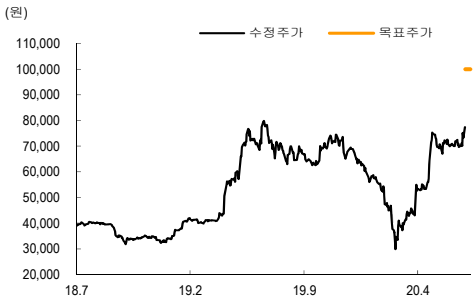
골프존 글로벌 직영점 현황

구분	중국	일본	베트남	미국
지역	청도/심천	동경	하노이, 호치민 빈푹, 하이퐁 등	코네티컷
Site	βsite	2site	10site	1site
사업	GS직영 (청도) 골프아카데미 (심천)	GS/GDR 직영	GS직영	Entertainment GS 직영

자료 : 골프존, SK 증권

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2020.07.28	매수	100,000원	6개월		
2020.04.27	Not Rated				
2020.02.17	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 7 월 28 일 기준)

매수	85%	중립	15%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,453	817	1,132	1,464	2,170
현금및현금성자산	591	160	407	725	1,408
매출채권및기타채권	189	182	202	209	221
재고자산	105	109	120	125	132
비유동자산	1,088	2,309	2,424	2,421	2,298
장기금융자산	11	61	51	51	51
유형자산	836	1,159	1,114	1,014	864
무형자산	96	200	283	344	388
자산총계	2,541	3,126	3,556	3,885	4,468
유동부채	543	611	662	680	710
단기금융부채	185	138	140	140	140
매입채무 및 기타채무	141	122	135	140	148
단기충당부채	13	9	8	8	8
비유동부채	48	515	579	309	208
장기금융부채	9	432	455	155	55
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	23	61	95	129	128
부채총계	591	1,125	1,241	989	918
지배주주지분	1,949	2,000	2,315	2,896	3,550
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	688	688	688	688	688
기타자본구성요소	32	32	32	32	32
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	1,226	1,272	1,576	2,148	2,792
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,949	2,000	2,315	2,896	3,550
부채와자본총계	2,541	3,126	3,556	3,885	4,468

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,987	2,470	2,880	2,983	3,150
매출원가	776	939	1,069	958	977
매출총이익	1,211	1,532	1,811	2,025	2,174
매출총이익률 (%)	61.0	62.0	62.9	67.9	69.0
판매비와관리비	930	1,209	1,247	1,292	1,365
영업이익	282	323	564	733	809
영업이익률 (%)	14.2	13.1	19.6	24.6	25.7
비영업손익	-18	-24	-3	9	26
순금융비용	-12	-9	-2	-13	-31
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-3	-1	0	0	0
세전계속사업이익	264	299	562	742	835
세전계속사업이익률 (%)	13.3	12.1	19.5	24.9	26.5
계속사업법인세	59	136	129	170	191
계속사업이익	204	162	433	572	644
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	204	162	433	572	644
순이익률 (%)	10.3	6.6	15.0	19.2	20.5
지배주주	204	162	433	572	644
지배주주귀속 순이익률(%)	10.28	6.56	15.03	19.17	20.45
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	208	167	443	582	654
지배주주	208	167	443	582	654
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	344	523	892	1,050	1,145

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	321	388	653	882	982
당기순이익(손실)	204	162	433	572	644
비현금성항목등	138	330	463	478	501
유형자산감가상각비	36	169	278	250	250
무형자산상각비	26	30	50	67	86
기타	27	2	9	5	5
운전자본감소(증가)	44	18	-123	6	28
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	27	-18	-7	-12
재고자산감소(증가)	-28	-71	-22	-4	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	116	-23	11	5	8
기타	24	84	-94	13	39
법인세납부	-66	-122	-120	-174	-191
투자활동현금흐름	-547	-452	-355	-252	-192
금융자산감소(증가)	-366	213	-19	0	0
유형자산감소(증가)	-121	-357	-186	-149	-100
무형자산감소(증가)	-35	-133	-129	-129	-129
기타	-24	-175	-20	27	37
재무활동현금흐름	-291	-371	-51	-313	-106
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-133	-245	-41	-300	-100
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-151	-116	0	0	0
기타	-7	-10	-10	-13	-6
현금의 증가(감소)	-514	-431	247	318	683
기초현금	1,106	591	160	407	725
기말현금	591	160	407	725	1,408
FCF	191	-736	379	578	759

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-0.7	24.3	16.6	3.6	5.6
영업이익	-24.8	14.7	74.6	30.0	10.4
세전계속사업이익	-48.1	13.3	88.1	32.1	12.6
EBITDA	-20.0	51.9	70.7	17.7	9.0
EPS(계속사업)	-74.3	-20.6	167.0	32.1	12.6
수익성 (%)					
ROE	10.6	8.2	20.1	22.0	20.0
ROA	8.0	5.7	13.0	15.4	15.4
EBITDA마진	17.3	21.2	31.0	35.2	36.3
안정성 (%)					
유동비율	267.3	133.8	170.9	215.3	305.6
부채비율	30.3	56.3	53.6	34.1	25.9
순차입금/자기자본	-46.4	5.7	-5.9	-26.1	-43.3
EBITDA/이자비용(배)	45.9	52.1	70.2	82.2	180.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,254	2,584	6,899	9,114	10,263
BPS	31,061	31,877	36,884	46,154	56,573
CFPS	4,248	5,764	12,123	14,166	15,615
주당 현금배당금	1,850	2,050	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.1	30.9	11.2	8.5	7.5
PER(최저)	9.8	12.5	4.3	3.3	2.9
PBR(최고)	1.7	2.5	2.1	1.7	1.4
PBR(최저)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.5
PCR	7.9	12.0	6.4	5.5	5.0
EV/EBITDA(최고)	7.0	9.9	5.4	4.0	3.0
EV/EBITDA(최저)	3.2	4.2	2.0	1.2	0.4

자료 : 골프존, SK증권 추정