

2021. 8. 2



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 국순용

02. 6454-48899

soonyong.cook@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 180,000 원

현재주가 (7.30) 150,400 원

상승여력 19.7%

KOSDAQ 1,031.14pt

시가총액 9,438억원

발행주식수 628만주

유동주식비율 45.16%

외국인비중 12.21%

52주 최고/최저가 155,500원/62,800원

평균거래대금 116.9억원

주요주주(%)

김원일 외 27 인 54.79

KB자산운용 14.56

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.3 131.4 90.4

상대주가 11.2 108.4 50.3

주가그래프



골프존 215000

다음 레벨업 이벤트를 향하여

- ✓ 2분기 영업이익은 300억원으로 비수기임에도 호실적 기록
- ✓ 동사 주가는 지난 6개월 간 131% 상승해 21년 기준 PER 13배, 22년 11배에 해당
- ✓ 당사 추정치에 따르면 2022년 신규 판매 감소세 들어서며 매출 성장률 크게 둔화
- ✓ 높은 주가 상승률로 국내 골프 시장 성장에 대한 기대감은 상당 부분 반영
- ✓ 신사업, 해외 성장 등이 다음 레벨업 시기를 결정할 것

골프 인구 증가에 따른 비수기 무력화

골프존의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 각각 1,058억원(+46.5% YoY)과 300억원(+113.0% YoY)로 예상에 부합한 실적을 기록했다. 신규 출점은 1분기와 유사한 수준을 기록했고 거리두기 영향을 받았던 기저로 인해 2분기 라운딩 수는 1분기를 넘어서는 또 한번의 record high를 기록했다. 3분기 거리두기 실정에 맞는 영업 방식을 택하며 라운딩 수는 큰 영향을 받지 않는 것으로 보인다.

스크린 골프, 그 이후를 고민해야 할 시기

동사는 18년말 공정위 판결 후 19년부터 고속 성장해왔다. 이는 주52시간에 힘입은 국내 레저 산업 발전, 이에 따른 골프 인구 증가와 맞물렸다. 동사 측면에서는 1) 신규 판매 증가 및 2) 대당 가동률 상승으로 이어졌는데 이것이 21년(E)까지 3년간 탑라인 성장을 이어온 근거다. 당사 추정치에 따르면 이 두 가지 요소 모두 22년 둔화될 가능성이 높다. 추가 출점이 기존 대비 크게 한정되는 데 더해 현재 대당 가동률이 약 80%로 추산되기 때문이다.

적정주가 산정 시기를 Fwd 12M에서 22년으로 변경. 동사의 적정주가를 기존 14만원에서 18만원으로 상향한다(적용 배수는 13배 동일). 동사는 코웨이와 성격이 비슷하다. 1) 국내를 기반으로 성장했고, 2) 안정적 cash flow를 보유했으며 3) 높은 배당수익률이 주가 상승 스토리를 뒷받침했다. 코웨이는 가구수의 한계를 해외 진출, 제품 믹스 다변화를 통해 타개하고 있다. 동사도 해외, GDR을 통해 노력중이다. 해외 사업이 이익권에 진입한 코웨이는 22년 기준 PER 13배에 거래되고 있다. 동사 주가는 지난 6개월 간 131% 상승하며 국내 골프 시장 성장에 대한 기대감을 반영한 모습이다. 높은 주가 상승률로 배당 매력도 기존 대비 하락했다. 다음 레벨업 시기는 해외 사업 등 신사업이 결정할 것으로 판단한다.

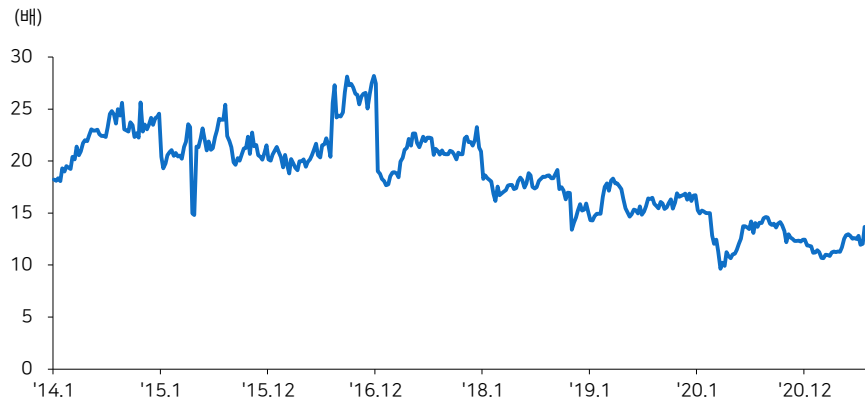
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	247.0	32.3	16.2	2,584	-20.6	31,877	26.7	2.2	8.5	8.2	56.3
2020	298.5	51.6	38.3	6,098	131.3	35,785	11.4	1.9	5.0	18.0	62.8
2021E	394.4	98.4	72.2	11,500	88.6	43,984	13.1	3.4	6.2	28.8	60.4
2022E	419.3	121.0	89.2	14,215	23.6	54,689	10.6	2.8	4.5	28.8	51.3
2023E	412.5	123.1	90.3	14,390	1.2	65,569	10.5	2.3	3.8	23.9	42.4

표1 골프존 2Q21 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	105.8	72.2	46.5	99.4	6.4	97.4	7.9	105.4	0.4
영업이익	30.0	14.1	113.0	28.4	5.5	25.9	13.8	28.1	6.8
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	28.4	19.5	8.9	28.6	-0.2	26.6	1.8	26.7	1.7

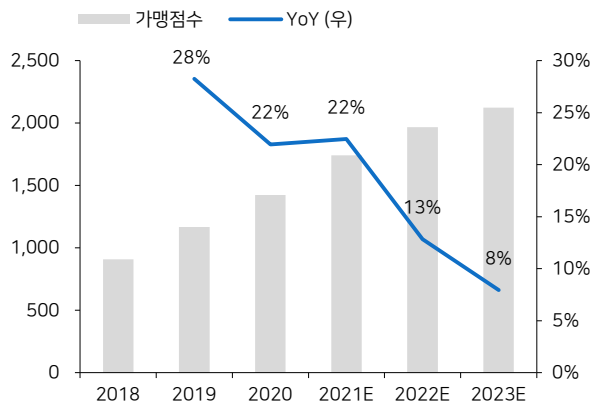
자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코웨이 PER 장기 추이



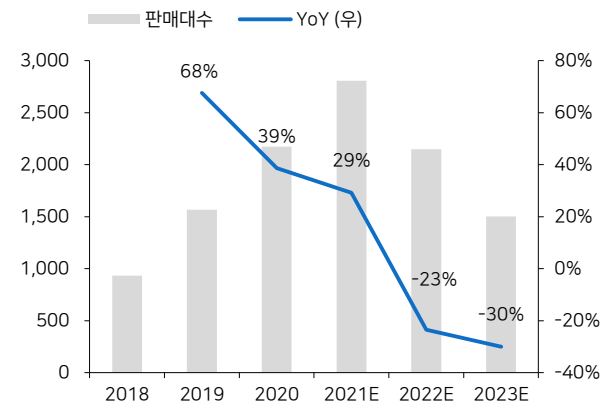
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 골프존파크 가맹점 수 및 YoY 증가율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 스크린골프 하드웨어 연간 판매 대수 예상치



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 골프존 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출 추정																
매출	60.5	60.7	65.6	60.1	72.7	72.2	79.6	74.0	99.4	105.8	101.7	87.5	247.0	298.5	394.4	419.3
스크린골프	59.1	62.5	70.8	66.7	77.7	78.2	87.2	85.0	109.2	113.3	111.2	98.7	259.2	328.0	451.2	456.3
Golf simulator	53.5	54.5	56.6	48.3	64.2	64.5	72.2	62.3	90.6	91.1	89.9	77.0	213.0	263.1	346.3	336.6
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	2.4	3.6	3.8	3.7	2.9	2.9	3.8	3.9	2.5	2.9	3.8	3.9	13.6	13.5	13.1	14.1
직영사업	5.1	3.9	6.3	8.1	8.7	9.4	10.0	10.4	21.2	22.9	21.3	21.3	23.5	38.5	86.6	99.9
유지보수	2.7	1.8	2.1	5.6	2.6	1.8	2.2	1.8	2.4	1.8	2.2	1.8	12.2	8.3	8.4	8.4
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	2.0	1.8	1.8	1.6	2.0	1.7	2.1	1.7	2.2	1.7	2.1	1.7	7.2	7.5	7.7	7.7
유지보수 자재	0.8	0.0	0.3	4.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	5.1	0.8	0.8	0.8
기타	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
연결조정	-1.3	-3.6	-7.3	-12.2	-7.5	-7.8	-9.7	-12.8	-12.2	-9.3	-10.7	-12.8	-24.4	-37.8	-45.0	-45.5
성장률(% YoY)																
매출	39.1	25.3	27.8	8.6	20.2	18.9	21.3	23.0	36.6	46.5	27.8	18.3	24.3	20.9	32.1	6.3
스크린골프	28.4	31.6	38.6	20.0	31.4	25.0	23.1	27.4	40.6	44.8	27.6	16.1	29.4	26.6	37.5	1.1
Golf simulator	42.3	23.1	20.1	-6.1	19.9	18.2	27.6	28.9	41.1	41.3	24.6	23.6	18.0	23.6	31.6	-2.8
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	-14.8	23.0	11.4	29.7	19.2	-19.5	0.0	3.1	-13.8	0.0	0.0	0.0	12.5	-1.0	-3.0	7.7
직영사업	94.3	-10.7	30.3	41.0	70.0	140.8	59.3	27.8	142.8	142.7	113.1	104.7	33.2	64.3	124.8	15.4
유지보수	6.4	-24.4	-23.4	97.8	-7.0	2.1	2.0	-68.4	-6.5	0.0	0.0	0.0	16.0	-32.0	1.6	0.0
원가 추정																
매출원가	21.6	24.3	24.2	23.8	26.8	26.8	29.4	28.8	35.6	36.6	33.9	28.4	93.9	111.9	134.4	126.8
매출원가율(%)	35.6	40.0	36.9	39.6	36.9	37.1	37.0	38.9	35.8	34.6	33.4	32.5	38.0	37.5	34.1	30.2
판매관리비	24.1	26.5	33.7	36.6	30.6	31.3	34.5	38.6	35.4	39.2	42.3	44.7	120.9	135.1	161.6	171.5
판매비율(%)	39.8	43.7	51.3	60.8	42.0	43.4	43.4	52.3	35.6	37.0	41.6	51.1	48.9	45.2	41.0	40.9
이익 추정																
매출총이익	39.0	36.4	41.4	36.4	45.9	45.4	50.2	45.2	63.8	69.2	67.8	59.1	153.2	186.6	260.0	292.5
매출총이익률(%)	64.4	60.0	63.1	60.4	63.1	62.9	63.0	61.1	64.2	65.4	66.6	67.5	71.9	70.9	75.1	86.9
% YoY	28.0	25.5	32.7	19.4	17.8	24.7	21.1	24.3	39.0	52.4	35.1	30.8	26.4	21.9	39.3	12.5
영업이익	14.8	9.9	7.8	-0.2	15.3	14.1	15.6	6.5	28.4	30.0	25.5	14.4	32.3	51.6	98.3	121.0
영업이익률(%)	24.5	16.3	11.8	-0.3	21.1	19.5	19.6	8.8	28.6	28.4	25.0	16.5	13.1	17.3	24.9	28.9
% YoY	41.3	49.1	14.0	-104.6	3.3	42.6	101.2	-3,451.3	85.5	113.0	63.1	120.4	14.7	59.7	90.7	23.0

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	247.0	298.5	394.4	419.3	412.5
매출액증가율 (%)	24.3	20.9	32.1	6.3	-1.6
매출원가	93.9	111.9	134.4	126.8	116.3
매출총이익	153.2	186.7	260.0	292.5	296.2
판매관리비	120.9	135.1	161.6	171.5	173.1
영업이익	32.3	51.6	98.4	121.0	123.1
영업이익률	13.1	17.3	25.0	28.9	29.8
금융손익	1.1	0.3	-0.1	3.1	5.2
종속/관계기업손익	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.4	-3.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.9	48.7	98.3	124.1	128.4
법인세비용	13.6	11.2	23.6	29.1	29.5
당기순이익	16.2	37.5	70.7	87.4	88.5
지배주주지분 순이익	16.2	38.3	72.2	89.2	90.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	39.5	87.4	114.1	127.9	127.7
당기순이익(손실)	16.2	37.5	70.7	87.4	88.5
유형자산상각비	16.9	29.8	35.0	35.7	37.5
무형자산상각비	3.0	3.2	1.6	3.0	2.6
운전자본의 증감	1.8	12.3	6.8	1.8	-0.8
투자활동 현금흐름	-46.9	-52.6	-0.4	-0.1	0.0
유형자산의증가(CAPEX)	-35.7	-15.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.1	0.8	-0.3	-0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-36.1	-25.3	-14.7	-18.4	-22.4
차입금의 증감	37.6	11.1	1.0	2.3	-0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.1	7.5	99.0	109.4	105.3
기초현금	59.1	16.0	23.5	122.5	231.9
기말현금	16.0	23.5	122.5	231.9	337.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	81.7	118.1	229.1	341.6	446.1
현금및현금성자산	16.0	23.5	122.5	231.9	337.2
매출채권	16.7	16.6	21.9	23.3	22.9
재고자산	10.9	10.5	13.8	14.7	14.4
비유동자산	230.9	249.2	212.9	174.2	134.2
유형자산	115.9	117.4	82.4	46.7	9.2
무형자산	20.0	20.9	19.3	16.2	13.7
투자자산	6.1	5.3	5.6	5.7	5.6
자산총계	312.6	367.3	442.0	515.8	580.3
유동부채	61.1	80.9	106.9	113.6	111.8
매입채무	3.1	4.1	5.4	5.7	5.7
단기차입금	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	51.5	60.8	59.5	61.3	61.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	112.5	141.7	166.4	174.8	172.8
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-2.3	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	127.2	152.5	204.0	271.2	339.4
비지배주주지분	0.0	1.0	-0.4	-2.2	-4.1
자본총계	200.0	225.6	275.6	341.0	407.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	39,363	47,570	62,845	66,809	65,739
EPS(지배주주)	2,584	6,098	11,500	14,215	14,390
CFPS	7,835	13,452	20,870	24,252	24,345
EBITDAPS	8,327	13,477	21,519	25,448	25,997
BPS	31,877	35,785	43,984	54,689	65,569
DPS	2,050	2,500	3,303	3,511	3,511
배당수익률(%)	3.0	3.6	2.2	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	11.4	13.1	10.6	10.5
PCR	8.8	5.2	7.2	6.2	6.2
PSR	1.8	1.5	2.4	2.3	2.3
PBR	2.2	1.9	3.4	2.8	2.3
EBITDA	52.3	84.6	135.0	159.7	163.1
EV/EBITDA	8.5	5.0	6.2	4.5	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	18.0	28.8	28.8	23.9
EBITDA 이익률	21.2	28.3	34.2	38.1	39.5
부채비율	56.3	62.8	60.4	51.3	42.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	32.2	34.1	59.3	71.2	71.4
매출채권회전율(x)	14.2	18.0	20.5	18.6	17.9
재고자산회전율(x)	23.1	28.0	32.5	29.4	28.3

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 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 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 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.31	기업브리프	Buy	93,000	이효진	-29.3	-19.9	
2020.02.28	기업브리프	Buy	74,000	이효진	-38.4	-13.0	
2020.05.25	산업분석	Buy	82,000	이효진	-12.9	-5.6	
2020.07.28	기업브리프	Buy	94,000	이효진	-25.7	-16.0	
2020.10.28	기업브리프	Buy	104,000	이효진	-32.8	-30.0	
2021.01.22	산업브리프	Buy	94,000	이효진	-17.6	3.4	
2021.04.29	기업브리프	Buy	140,000	이효진	-12.7	11.1	
2021.08.02	기업브리프	Buy	180,000	이효진	-	-	