

2021.10.29



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

골프존 215000

중국의 골프 늦바람일까?

- ✓ 3분기 영업이익은 372억원으로 예상치 상회
- ✓ 기존 프랜차이즈 사업, 라운딩 수 및 판매 대수 호조 지속
- ✓ GDR은 텐어라운드 확인되었고, 중국 판매 호조로 해외도 텐어라운드
- ✓ 국내 '21년 peak-out하나 해외/GDR이라는 새로운 모멘텀 확인된 상황
- ✓ 2022년 PER 8배로 성장형 소비재를 살 수 있는 좋은 기회

Buy

적정주가 (12개월)	200,000 원
현재주가 (10.28)	140,100 원
상승여력	42.8%
KOSDAQ	1,000.13pt
시가총액	8,792억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	54.20%
외국인비중	13.68%
52주 최고/최저가	155,500원/62,800원
평균거래대금	84.7억원
주요주주(%)	
김원일 외 19 인	45.75
KB자산운용	15.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	44.1	92.4
상대주가	0.5	43.9	55.1

주가그래프



(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	431.9	119.9	91.9	14,642	140.1	47,927	9.6	2.9	6.0	35.0	60.6
2022E	466.7	145.5	111.4	17,753	21.3	63,182	7.9	2.2	4.3	32.0	48.9
2023E	466.7	158.3	121.0	19,275	8.6	79,958	7.3	1.8	3.3	26.9	38.7

표1 골프존 3Q21 실적 Review

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	123.1	79.6	54.6	105.8	16.3	107.4	14.6	106.7	15.3
영업이익	37.2	15.6	138.1	30.0	23.8	31.6	17.6	32.9	13.0
지배주주순이익	n/a	11.8	n/a	22.9	n/a	n/a	n/a	24.1	n/a
영업이익률(%)	30.2	19.6	10.6	28.4	1.8	29.4	0.8	30.8	-0.6

자료: 골프존, 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	123.1	103.6	247.0	298.5	431.9	466.7
스크린골프	59.1	62.5	70.8	66.7	77.7	78.2	87.2	85.0	109.2	119.8	134.4	118.7	259.2	328.0	504.0	518.3
Golf simulator	53.5	54.5	56.6	48.3	64.2	64.5	72.2	62.3	90.6	91.5	109.6	93.6	213.0	263.1	391.0	391.1
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	3.4	3.8	3.9	13.6	13.5	13.5	14.5
직영사업	5.1	3.9	6.3	8.1	8.7	9.4	10.0	10.4	21.2	22.9	24.7	24.7	23.5	38.5	93.5	106.3
유지보수	2.7	1.8	2.1	5.6	2.6	1.8	2.2	1.8	2.4	2.4	2.2	1.8	12.2	8.3	8.7	8.7
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	2.3	2.1	1.7	7.2	7.5	8.2	8.2
유지보수 재래	0.8	0.0	0.3	4.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	5.1	0.8	0.5	0.5
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	-16.4	-13.5	-16.7	-24.4	-37.8	-58.7	-60.4
성장률(% YoY)																
매출	39.1	25.3	27.8	8.6	20.2	18.9	21.3	23.0	36.6	46.5	54.6	40.1	24.3	20.9	44.7	8.1
스크린골프	28.4	31.6	38.6	20.0	31.4	25.0	23.1	27.4	40.6	53.2	54.2	39.7	29.4	26.6	53.6	2.9
Golf simulator	42.3	23.1	20.1	-6.1	19.9	18.2	27.6	28.9	41.1	41.9	51.9	50.2	18.0	23.6	48.6	0.0
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	15.6	0.0	0.0	12.5	-1.0	0.4	7.4
직영사업	94.3	-10.7	30.3	41.0	70.0	140.8	59.3	27.8	142.8	142.7	147.7	137.9	33.2	64.3	142.7	13.6
유지보수	6.4	-24.4	-23.4	97.8	-7.0	2.1	2.0	-68.4	-6.5	29.6	0.0	0.0	16.0	-32.0	5.0	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	43.5	29.4	93.9	111.9	144.9	137.8
매출원가율(%)	35.6	40.0	36.9	39.6	36.9	37.1	37.0	38.9	35.8	34.6	35.3	28.4	38.0	37.5	33.6	29.5
판매관리비	24.1	26.5	33.7	36.6	30.6	31.3	34.5	38.6	35.4	39.2	42.4	50.1	120.9	135.1	167.1	183.4
판관비율(%)	39.8	43.7	51.3	60.8	42.0	43.4	43.4	52.3	35.6	37.0	34.5	48.3	48.9	45.2	38.7	39.3
이익 추정																
매출총이익	39.0	36.4	41.4	36.4	45.9	45.4	50.2	45.2	63.8	69.2	79.6	74.2	153.2	186.6	287.0	328.9
매출총이익률(%)	64.4	60.0	63.1	60.4	63.1	62.9	63.0	61.1	64.2	65.4	64.7	71.6	71.9	70.9	73.4	84.1
% YoY	28.0	25.5	32.7	19.4	17.8	24.7	21.1	24.3	39.0	52.4	58.7	64.3	26.4	21.9	53.7	14.6
영업이익	14.8	9.9	7.8	-0.2	15.3	14.1	15.6	6.5	28.4	30.0	37.2	24.1	32.3	51.6	119.8	145.5
영업이익률(%)	24.5	16.3	11.8	-0.3	21.1	19.5	19.6	8.8	28.6	28.4	30.2	23.3	13.1	17.3	27.7	31.2
% YoY	41.3	49.1	14.0	-104.6	3.3	42.6	101.2	-3,451.3	85.5	113.0	138.1	269.2	14.7	59.7	132.2	21.5

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	247.0	298.5	431.9	466.7	466.7
매출액증가율 (%)	24.3	20.9	44.7	8.1	-0.0
매출원가	93.9	111.9	144.9	137.8	126.5
매출총이익	153.2	186.7	287.0	328.9	340.2
판매관리비	120.9	135.1	167.1	183.4	181.8
영업이익	32.3	51.6	119.9	145.5	158.3
영업이익률	13.1	17.3	27.8	31.2	33.9
금융손익	1.1	0.3	1.0	3.0	5.2
종속/관계기업손익	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.4	-3.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.9	48.7	120.9	148.6	163.5
법인세비용	13.6	11.2	30.9	39.4	45.0
당기순이익	16.2	37.5	90.0	109.2	118.5
지배주주지분 순이익	16.2	38.3	91.9	111.4	121.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	39.5	87.4	113.9	120.6	125.5
당기순이익(손실)	16.2	37.5	90.0	109.2	118.5
유형자산상각비	16.9	29.8	4.2	4.4	4.6
무형자산상각비	3.0	3.2	3.3	2.8	2.3
운전자본의 증감	1.8	12.3	16.4	4.3	0.0
투자활동 현금흐름	-46.9	-52.6	-0.5	-0.1	0.0
유형자산의증가(CAPEX)	-35.7	-15.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.1	0.8	-0.4	-0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-36.1	-25.3	-8.5	-13.8	-15.7
차입금의 증감	37.6	11.1	7.1	1.9	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.1	7.5	104.8	106.7	109.8
기초현금	59.1	16.0	23.5	128.3	235.0
기말현금	16.0	23.5	128.3	235.0	344.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	81.7	118.1	239.6	350.6	460.4
현금및현금성자산	16.0	23.5	128.3	235.0	344.7
매출채권	16.7	16.6	24.0	25.9	25.9
재고자산	10.9	10.5	15.1	16.3	16.3
비유동자산	230.9	249.2	242.1	235.0	228.1
유형자산	115.9	117.4	113.2	108.8	104.1
무형자산	20.0	20.9	17.6	14.8	12.5
투자자산	6.1	5.3	5.7	5.8	5.8
자산총계	312.6	367.3	481.7	585.6	688.4
유동부채	61.1	80.9	117.0	126.4	126.4
매입채무	3.1	4.1	5.9	6.4	6.4
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	64.7	65.8	65.8
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	181.7	192.2	192.2
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	228.7	324.5	429.7
비지배주주지분	0.0	1.0	-0.8	-3.1	-5.5
자본총계	200.0	225.6	299.9	393.4	496.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	39,363	47,570	68,817	74,365	74,361
EPS(지배주주)	2,584	6,098	14,642	17,753	19,275
CFPS	7,835	13,452	20,298	24,335	26,337
EBITDAPS	8,327	13,477	20,298	24,335	26,337
BPS	31,877	35,785	47,927	63,182	79,958
DPS	2,050	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	3.0	3.6	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	11.4	9.6	7.9	7.3
PCR	8.8	5.2	6.9	5.8	5.3
PSR	1.8	1.5	2.0	1.9	1.9
PBR	2.2	1.9	2.9	2.2	1.8
EBITDA	52.3	84.6	127.4	152.7	165.3
EV/EBITDA	8.5	5.0	6.0	4.3	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	18.0	35.0	32.0	26.9
EBITDA 이익률	21.2	28.3	29.5	32.7	35.4
부채비율	56.3	62.8	60.6	48.9	38.7
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(X)	32.2	34.1	69.2	79.0	84.9
매출채권회전율(X)	14.2	18.0	21.3	18.7	18.0
재고자산회전율(X)	23.1	28.0	33.8	29.7	28.6

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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 전정중가 대상시점 1년이며 토지등급변경 그래프는 속정중가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	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	(원)	
2020.05.25	산업분석	Buy	82,000	이효진	-12.9	-5.6	270,000	
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	180,000	
2021.04.29	기업브리프	Buy	140,000	이효진	-12.7	11.1		
2021.08.02	기업브리프	Buy	180,000	이효진	-21.4	-15.6	90,000	
2022.10.25	기업브리프	Buy	220,000	이효진	-20.0	-10.0		

