

2022. 2. 25



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (2.24) 146,400 원

상승여력 50.3%

KOSDAQ	848.21pt
시가총액	9,187억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	60.95%
외국인비중	20.81%
52주 최고/최저가	186,200원/62,800원
평균거래대금	88.4억원

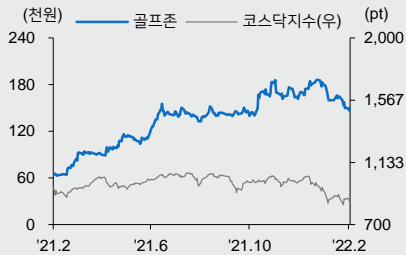
주요주주(%)

골프존뉴딘홀딩스 외 10 인	39.00
KB자산운용	13.14

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.1	6.4	128.0
상대주가	-11.6	27.1	143.7

주가그래프



골프존 215000

4 분기는 성과보상 영향. 그 이상을 보자

- ✓ 4분기 영업이익은 120억원으로 기대치 크게 하회
- ✓ 이는 지난 3년간 높은 성과에 따른 일시적 인센티브 집행된 데 기인
- ✓ 1분기 신규 출점은 증가세. 해외 부진 고려하더라도 1분기 300억 이상 OP 기대
- ✓ PER 9배까지 하락한 주가, 해외 기대감, 그리고 배당수익률 고려 시 동사 주가는 다시 한번 매력적 가격 구간에 진입. Buy 의견 유지

3년간의 성과를 보상한 인센티브 효과로 4분기는 기대치 하회

골프존 4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 1,121억원(+51.5% YoY)과 120억원(+84.3% YoY)으로 기대치를 크게 하회했다. 이는 지난 3년간 높은 성과에 따른 일회성 인센티브가 집행된 데 기인한다. 2020년 3/4분기 인건비는 각각 74억원과 90억원이었으나 2021년 3/4분기 인건비는 각각 74억원과 188억원으로 성과 보상이 영업이익과의 차이 대부분을 설명한다. 이외에 라운딩 수는 신규 판매 증가가 lagging하여 반영되면서 매분기 record high를 갱신하고 있다. 해외 법인 매출은 3분기 155억원 대비 증가한 176억원을 기록했다.

지난 3년간의 신규 판매가 크게 발생한 점을 고려하여 당사는 2022년 YoY 신규 판매 매출이 20% 감소할 것으로 예상했다. 그러나 1분기 신규 출점은 전년 대비 뒤져치지 않으며 라운딩 수 또한 올해도 계절성을 무시한 QoQ 증가가 예상된다. 동계 올림픽 영향으로 중국 영업 환경이 다소 불리하게 전개되고 있다. 3월 정상화가 빠르게 이루어질 경우 영업이익 측면에서 역대 최대 영업이익에 비견할 수 있을 만큼 괄목할 실적이 예상된다. 현재 상황이 유지되더라도 현 영업 상황은 1분기 300억원 이상의 영업이익을 기대하게 한다.

다시 매력적 가격 구간 진입

동사의 2021년 주당 배당금은 3,800원으로 예상된다. 이는 2020년부터 변경된 동사의 배당정책(매년 매출 성장률만큼 DPS를 늘리는 방식)에 따른 것으로 현 주가 기준 배당수익률은 2.6%에 해당한다. 배당 정책이 유지된다면 2022년은 4,200원의 DPS(배당 수익률 2.9%)가 예상된다. 동사의 주가는 2022년 PER 기준 9배 수준까지 하락했다. 해외 기대감, 낮은 밸류에이션, 그리고 3%에 가까운 배당 수익률을 고려했을 때 다시 한번 매력적인 가격 구간에 진입했다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	298.5	51.6	38.3	6,098	131.3	35,785	11.4	1.9	5.0	18.0	62.8
2021E	440.3	107.7	78.0	12,434	103.9	44,420	14.1	3.9	8.7	31.0	66.2
2022E	480.9	146.0	105.5	16,817	35.3	57,438	8.7	2.5	4.8	33.0	54.9
2023E	484.4	161.6	116.7	18,590	10.5	72,230	7.9	2.0	3.8	28.7	44.1
2024E	487.9	162.8	123.4	19,670	5.8	88,102	7.4	1.7	3.1	24.5	36.4

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	112.1	74.0	51.5	123.1	-8.9	103.2	8.6	103.2	8.6
영업이익	12.0	6.5	84.3	37.2	-67.6	23.8	-49.4	23.8	-49.4
순이익	3.9	5.2	-25.5	29.0	-86.7	-	N/A	17.0	-77.3
영업이익률(%)	10.7	8.8		30.2		23.1		23.0	
순이익률(%)	3.4	7.0		23.5		N/A		16.5	

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E	2023E
매출 추정												
매출	72.7	72.2	79.6	74.0	99.4	105.8	123.1	112.1	298.5	440.3	480.9	484.4
스크린골프	77.7	78.2	87.2	85.0	109.2	115.1	135.7	109.3	328.0	492.1	511.3	515.1
Golf simulator	64.2	64.5	72.2	62.3	90.6	91.5	110.9	84.8	263.1	380.0	388.4	383.2
소모품상품	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
광고/제휴	2.9	2.9	3.8	3.9	2.5	3.4	3.9	3.9	13.5	13.7	14.7	15.7
직영사업	8.7	9.4	10.0	10.4	21.2	22.9	24.7	24.1	38.5	92.9	102.2	109.8
유지보수	2.6	1.8	2.2	1.8	2.4	2.4	2.9	1.8	8.3	9.5	9.5	9.5
Golf simulator	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유상AS 및 질관리수수료	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
비즈물	2.0	1.7	2.1	1.7	2.2	2.3	2.8	1.7	7.5	8.9	8.9	8.9
유지보수 자재	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.6	0.6	0.6
기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연결조정	-7.5	-7.8	-9.7	-12.8	-12.2	-11.7	-15.5	1.0	-37.8	-38.4	-39.9	-40.2
성장률(% YoY)												
매출	20.2	18.9	21.3	23.0	36.6	46.5	54.6	51.5	148.3	47.5	9.2	0.7
스크린골프	31.4	25.0	23.1	27.4	40.6	47.2	55.6	28.6	26.6	50.0	3.9	0.7
Golf simulator	19.9	18.2	27.6	28.9	41.1	41.9	53.6	36.1	23.6	44.4	2.2	-1.4
소모품상품	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
광고/제휴	19.2	-19.5	-0.0	3.1	-13.8	15.6	3.8	-	-1.0	1.5	7.3	6.8
직영사업	70.0	140.8	59.3	27.8	142.8	142.7	147.7	132.2	64.3	141.2	10.0	7.4
유지보수	-7.0	2.1	2.0	-68.4	-6.5	29.6	33.7	-	-32.0	14.2	-	-
원가 추정												
매출원가	26.8	26.8	29.4	28.8	35.6	36.6	43.5	39.4	111.9	154.8	146.4	135.0
매출원가율(%)	36.9	37.1	37.0	38.9	35.8	34.6	35.3	35.1	37.5	35.1	30.4	27.9
판매관리비	30.6	31.3	34.5	38.6	35.4	39.2	42.4	60.7	135.1	177.6	188.6	187.8
판매비율(%)	42.0	43.4	43.4	52.3	35.6	37.0	34.5	54.1	45.2	40.3	39.2	38.8
이익 추정												
매출총이익	45.9	45.4	50.2	45.2	63.8	69.2	79.6	72.7	186.6	285.5	334.5	349.4
매출총이익률(%)	63.1	62.9	63.0	61.1	64.2	65.4	64.7	64.9	62.5	64.9	69.6	72.1
% YoY	17.8	24.7	21.1	24.3	39.0	52.4	58.7	61.0	21.9	53.0	17.2	4.4
영업이익	15.3	14.1	15.6	6.5	28.4	30.0	37.2	12.0	51.6	107.7	146.0	161.6
영업이익률(%)	21.1	19.5	19.6	8.8	28.6	28.4	30.2	10.7	17.3	24.5	30.4	33.4
% YoY	3.3	42.6	101.2	-3,451	85.5	113.0	138.1	84.2	59.7	108.8	35.6	10.7

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	298.5	440.3	480.9	484.4	487.9
매출액증가율 (%)	20.9	47.5	9.2	0.7	0.7
매출원가	111.9	154.8	146.4	135.0	136.0
매출총이익	186.7	285.6	334.5	349.4	351.9
판매관리비	135.1	177.6	188.6	187.8	189.1
영업이익	51.6	107.7	146.0	161.6	162.8
영업이익률	17.3	24.5	30.3	33.4	33.4
금융손익	0.3	0.8	2.5	4.4	6.4
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	48.7	103.8	141.7	156.6	169.2
법인세비용	11.2	26.5	37.6	43.1	48.3
당기순이익	37.5	76.5	103.4	114.3	121.0
지배주주지분 순이익	38.3	78.0	105.5	116.7	123.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	118.1	220.4	319.2	417.6	522.6
현금및현금성자산	23.5	108.0	201.8	299.8	404.3
매출채권	16.6	24.4	26.7	26.9	27.1
재고자산	10.5	15.4	16.8	17.0	17.1
비유동자산	249.2	242.1	235.1	228.1	221.3
유형자산	117.4	113.2	108.8	104.1	99.3
무형자산	20.9	17.6	14.8	12.5	10.5
투자자산	5.3	5.7	5.8	5.8	5.8
자산총계	367.3	462.5	554.2	645.8	743.9
유동부채	80.9	119.3	130.3	131.3	132.2
매입채무	4.1	6.0	6.6	6.6	6.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	60.8	65.0	66.2	66.3	66.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	141.7	184.3	196.5	197.5	198.6
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	152.5	206.7	288.4	381.2	480.8
비지배주주지분	1.0	-0.6	-2.7	-5.0	-7.5
자본총계	225.6	278.2	357.8	448.2	545.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	87.4	93.2	115.6	121.7	128.2
당기순이익(손실)	37.5	76.5	103.4	114.3	121.0
유형자산상각비	29.8	4.2	4.4	4.6	4.9
무형자산상각비	3.2	3.3	2.8	2.3	2.0
운전자본의 증감	12.3	9.3	5.0	0.4	0.4
투자활동 현금흐름	-52.6	-0.6	-0.2	-0.0	-0.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.8	-0.4	-0.1	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-25.3	-8.1	-21.7	-23.7	-23.7
차입금의 증감	11.1	7.6	2.2	0.2	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.5	84.6	93.8	98.0	104.5
기초현금	16.0	23.5	108.0	201.8	299.8
기말현금	23.5	108.0	201.8	299.8	404.3

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	47,570	70,164	76,637	77,193	77,754
EPS(지배주주)	6,098	12,434	16,817	18,590	19,670
CFPS	13,452	17,604	23,323	25,363	27,024
EBITDAPS	13,477	18,350	24,402	26,859	27,024
BPS	35,785	44,420	57,438	72,230	88,102
DPS	2,500	3,800	3,800	3,800	3,800
배당수익률(%)	3.6	2.2	2.6	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	14.1	8.7	7.9	7.4
PCR	5.2	9.9	6.3	5.8	5.4
PSR	1.5	2.5	1.9	1.9	1.9
PBR	1.9	3.9	2.5	2.0	1.7
EBITDA	84.6	115.2	153.1	168.6	169.6
EV/EBITDA	5.0	8.7	4.8	3.8	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.0	31.0	33.0	28.7	24.5
EBITDA 이익률	28.3	26.2	31.8	34.8	34.8
부채비율	62.8	66.2	54.9	44.1	36.4
금융비용부담률	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	34.1	61.9	78.6	85.7	86.1
매출채권회전율(x)	18.0	21.5	18.8	18.1	18.1
재고자산회전율(x)	28.0	34.1	29.8	28.7	28.7

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 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)	
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	-21.4	-15.6	
2021.10.05	기업브리프	Buy	200,000	이효진	-23.9	-13.1	
2021.11.15	산업분석	Buy	220,000	이효진	-	-	