



골프존 (215000)

스몰캡



권명준

02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (1/12)	117,100원
상승여력	-

시가총액	7,349억원
총발행주식수	6,275,415주
60일 평균 거래대금	40억원
60일 평균 거래량	35,712주
52주 고	186,300원
52주 저	104,900원
외인지분율	15.97%
주요주주	골프존뉴딘홀딩스 외 11 인 38.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.2)	8.6	(36.7)
상대	0.4	2.6	(11.7)
절대(달려환산)	4.7	24.2	(39.5)

시각 전환이 필요한 시점

두가지의 시각 전환 필요

골프존은 골프 시뮬레이터인 스크린골프를 주력으로 하고 있는 기업이다. 다수의 사람들이 스크린골프에 대해서 내수 사업이며 치열한 경쟁 구도라고 생각한다. 동사는 해외 진출을 통해서 수출 기업으로 이미지 변신을 시도하고 있으며, GDR 사업을 통해 영역이 확대되고 있다. 치열한 경쟁에도 불구하고 매출 성장세가 이어지고 있다.

스크린골프의 이미지가 스포츠/레저에서 게임으로 변화되고 있어 동사의 Peer 대상을 레저(카지노, 여행)에서 게임 기업으로의 시각 전환도 필요하다. 스크린골프와 PC게임은 동시/동반 플레이가 가능하고, 시간/장소에 구애받지 않으며, 많은 대회 및 이벤트들이 발생하는 등 유사성을 보이고 있기 때문이다.

해외 진출 확대 진행 중

동사의 성장동력은 해외 진출이다. 코로나19로 인해 지난 2년간 정체가 있었지만, 2022년 3분기부터 뚜렷한 성장세를 보이고 있다. 주요 수출 국가로는 중국, 미국, 일본, 베트남 등이다. 미국은 올해 골프존 소셜 1호점을 시작으로 본격적인 확대 전략을 펼칠 예정이다. 중국 진출을 위해 현지 기업과 파트너십을 체결하였고, 최근 리오프닝 기대감이 높아지고 있다. 베트남 내 스크린골프 인지도 상향으로 성장세가 이어질 것이다.

실적 성장 지속

골프산업 성장에 대한 우려감이 시장이 존재했지만, 동사는 꾸준한 성장을 보이고 있다. 동사의 주력 고객층이 40~50대 남성이기 때문이다. 신제품(투비전플러스) 출시 역시 스크린골프 실적 개선을 기대하게 만드는 요인이다. 2022년, 2023년 예상실적 기준 PER 5.6배, 4.8배이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	2,985	4,403	6,384	7,661
영업이익	516	1,077	1,679	2,058
지배순이익	383	763	1,274	1,530
PER	10.3	9.9	5.6	4.8
PBR	1.8	2.6	1.8	1.4
EV/EBITDA	4.3	4.3	2.5	1.7
ROE	18.0	29.8	37.3	34.0

자료: 유안타증권

시각 전환이 필요하다!

골프존은 스크린골프 사업을 영위하는 회사이다. 사업부문은 골프 시뮬레이터인 스크린골프 사업부문과 유지보수 사업부문으로 구분된다.

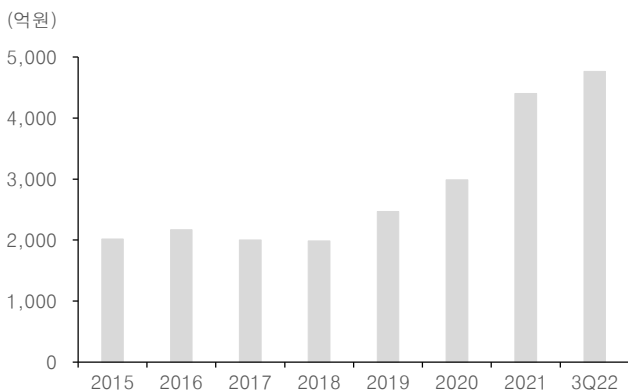
동사를 바라보는 2가지 시각의 변화가 필요하다. 첫째, 다수의 사람들이 스크린골프는 내수 사업이며, 경쟁이 치열하고, 코로나19 수혜를 받았다고 생각하고 있다.

동사는 해외 진출을 통해서 수출 기업으로 이미지 변신을 시도하고 있으며, 국내 경쟁사들이 진입했음에도 불구하고 아래 그림과 같이 국내 누적 가맹점 수 증가세가 이어지고 있고, 이에 따른 매출 성장세를 보이고 있다. 국내의 경우 리오프닝 이후에도 꾸준한 성장세를 보이고 있다는 점에서 코로나19의 수혜 시각에서도 벗어날 필요가 있다.

둘째, 동사의 Peer 그룹에 대한 전환도 필요하다. 스크린골프에 대한 인식이 스포츠/레저에서 게임으로 변화하고 있기 때문이다. 특히 PC게임과 유사하다. 스크린골프와 PC게임의 공통점은 첫째, 소규모뿐만 아니라 다수의 인원이 동시에 즐길 수 있다. 둘째, 시간과 장소에 상관없이 자유롭게 접근이 가능하다. 셋째, 많은 대회 및 이벤트들이 개최되고 있다.

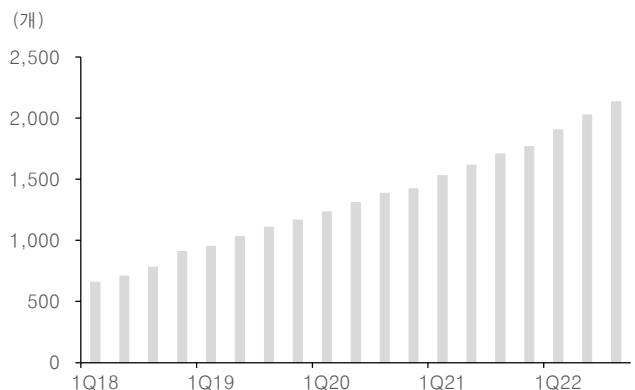
동사는 카지노 및 여행 기업들과 주로 비교되었다. 스크린골프가 게임과 유사하다는 점에서 게임 기업과의 비교가 합리적이라고 판단된다. 국내 대표 게임사인 엔씨소프트는 컨센서스 기준으로 PER 17.3배이며, 더블유게임즈의 PER(2022E)는 20배 이상이다. 동사의 밸류에이션이 매력적이라고 판단되는 이유이다.

[그림 1] 매출액 추이



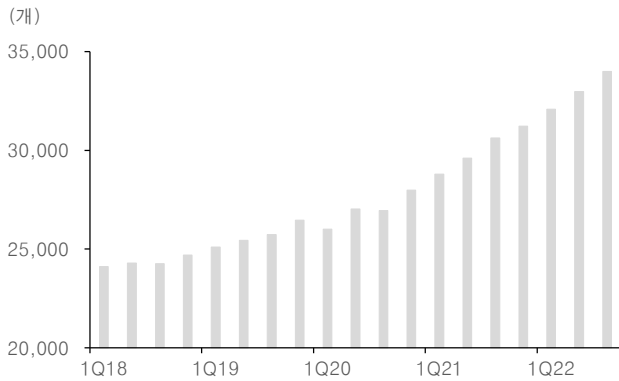
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 누적 가맹점 수 추이



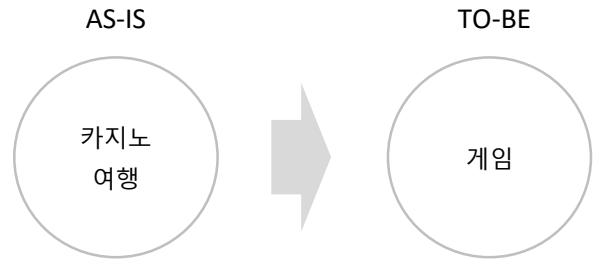
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 골프 시뮬레이터 설치 누적 시스템 수 추이



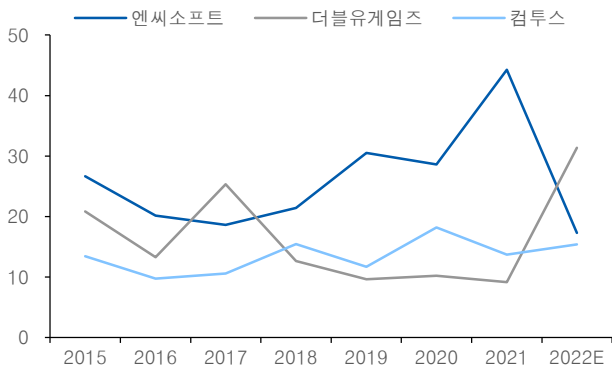
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 스크린골프: 레저에서 게임으로 인식



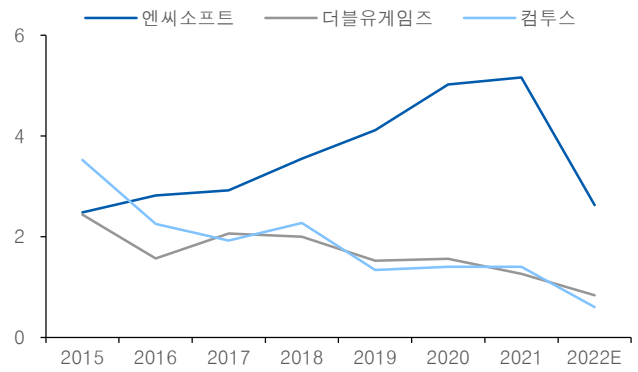
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 게임기업들의 PER 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 국내 게임기업들의 PBR 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

드라이버: 해외 매출 성장 및 진출 확대

드라이버는 골프의 첫번째 샷에 주로 활용된다. 가장 멀리 보내는 클럽으로 방향성과 Power가 Key이다. 홀마다 쳐야 되는 방향이 다르며, 거리가 상이하기 때문이다. 드라이버를 멀리 보낼수록 이후 플레이가 용이해진다. 동사의 입장에서 해외 사업이 이에 해당된다. 동사의 전략이 국내에서 해외로 방향성이 전환되고 있으며, 성장을 위해 집중해야 되는 사업이라고 판단된다.

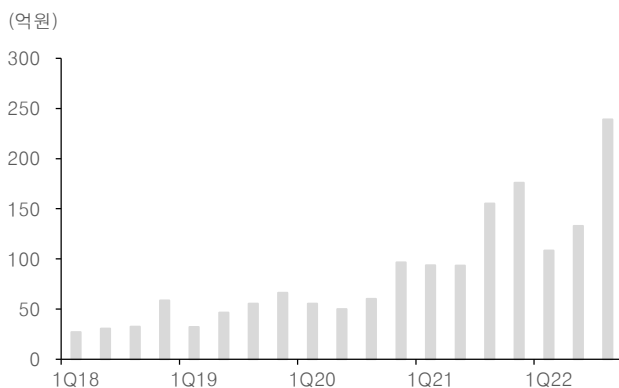
수년 전부터 해외 진출을 시도했다. 주요 국가로는 중국, 미국, 일본, 베트남 등이 있다. 중국에서의 골프 금지 조치, 코로나19 이벤트들로 인해 매출 성장세가 시장 기대에 못 미쳤지만, 아래 그림 7에서 확인할 듯 있듯이 2021년부터 해외 매출 성장세를 보이고 있다.

가장 주목해야 할 국가는 미국이다. 美 트론과 JV를 설립, 연초 뉴욕 펠리세이드센터에 ‘골프존 소셜’ 을 오픈할 예정이다. 1분기 내 뉴욕에 2호점도 오픈할 예정이다. 스크린골프 관련 기술을 동사에서 제공하고 트론이 인테리어 및 식음료 사업을 담당하는 방식이다. 스포츠에서 게임의 영역으로 더욱더 침투하려는 노력으로 판단된다.

CES 2023에서 휴대용 골프샷 모니터 제품인 웨이브(WAVE)와 웨이브 플레이 제품을 공개했다. 집이나 차고에서 소수의 인원이 편하게 즐길 수 있는 제품이다. 기존 출시된 골프 시뮬레이터 제품 대비 기술적 우위가 예상되며, 합리적인 가격으로 출시된다면 해외 매출 성장에 크게 기여할 것으로 기대된다.

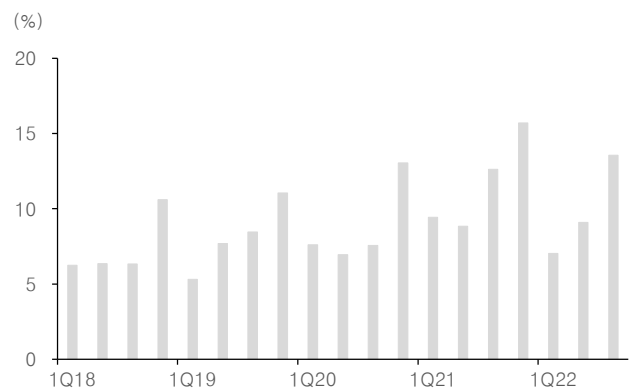
중국은 2021년 독자 운영체제에서 벗어나 현지 기업과 파트너십을 체결, 브랜드 인지도를 높이고 있다. 또한, 리오프닝 관련 기대감도 높아 향후 매출 성장세가 가속화될 것으로 기대된다. 국민소득이 증가하고 있는 베트남에서 골프 인지도 상향, 매출 성장이 기대된다.

[그림 7] 분기별 해외 매출 추이



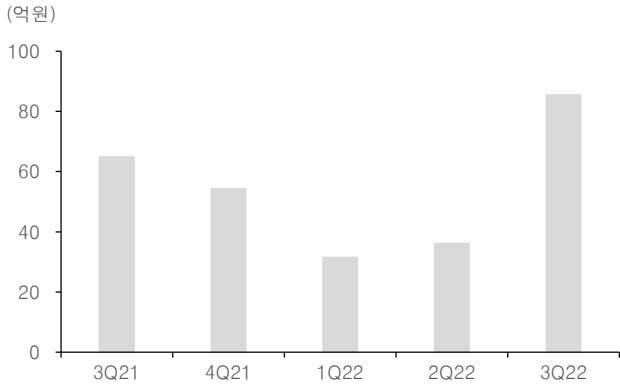
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 전제 매출액 대비 해외 매출 비중 추이



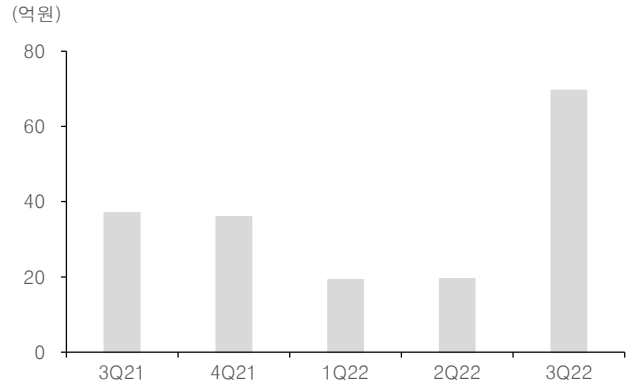
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 중국향 매출 추이



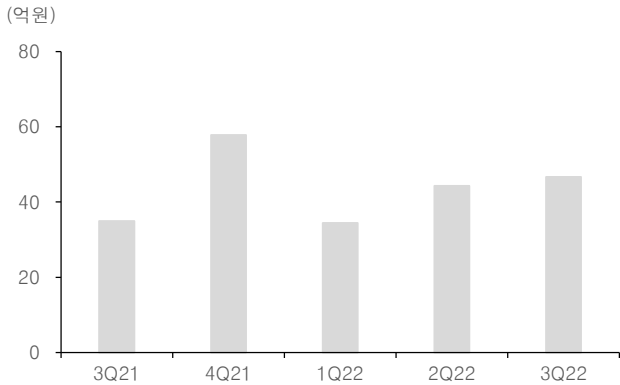
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 미국향 매출 추이



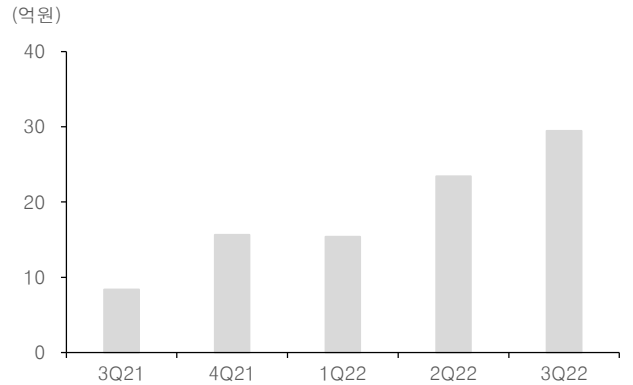
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 일본향 매출 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 베트남향 매출 추이



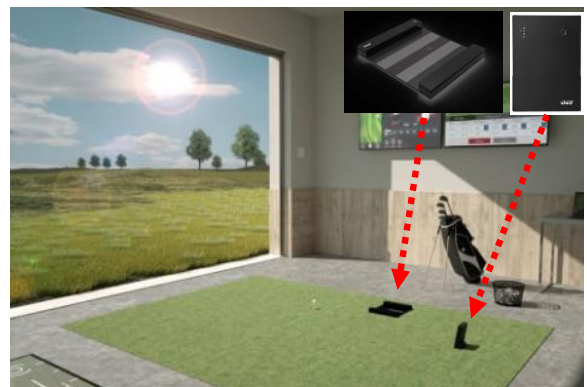
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 골프존 소셜



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 가정용 스크린 골프 시뮬레이터 웨이브



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

아이언: 스크린 골프

아이언 클럽은 골프를 배울 때 가장 먼저 연습하는 채로 기본기를 익히는데 사용된다. 라운딩에서는 드라이버와 퍼터의 중간에 사용된다. 드라이버 샷이 OB/해저드가 발생해도 아이언 샷을 잘 치면 스코어 만회가 가능하다. 동사 입장에서는 본업이자 주력 사업인 스크린골프 사업이다.

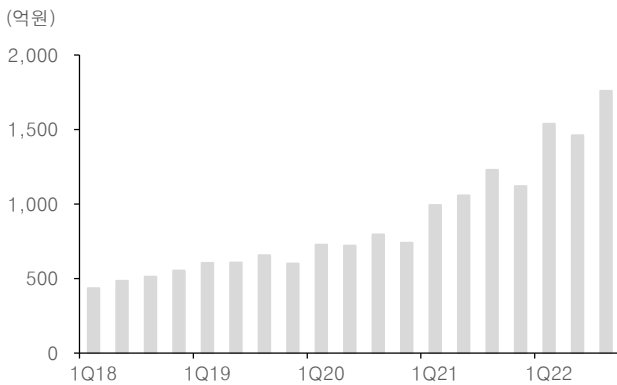
아래 그림에서 확인할 수 있듯이 분기별로 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 가맹점 매출이 2018년 4분기부터 비가맹점 관련 매출을 상회했으며 매출 성장의 원동력으로 작용하고 있다.

동사가 코로나19로 인한 수혜를 받았을 것이라는 인식은 2022년 2분기와 3분기 실적을 통해서 정정이 가능하다. 국내의 경우 2022년 2분기부터 사회적 거리두기 단계 완화, 2022년 3분기에는 외부활동 증가로 인한 스크린골프 수요 감소 → 매출액 감소 혹은 최소한 정체되어야 코로나19 수혜에 대한 설명이 가능하다. 실제로는 반대의 현상이 일어났다. 스크린골프의 경우 주력 수요층이 40~50대 남성들이며, 꾸준한 인기를 끌고 있기 때문으로 해석할 수 있다.

동사의 골프 시뮬레이터 기기는 리얼 → 비전플러스 → 투비전 → 투비전플러스로 업그레이드 되고 있다. 투비전의 업그레이드 버전인 투비전플러스가 2022년에 출시되었다. Vision센서 성능 향상뿐만 아니라 플레이트가 5개로 분할되어 더욱 디테일한 경사 구현이 가능하며, 현실감을 높였다. 이외에도 개인별 맞춤 설정이 세분화되었다.

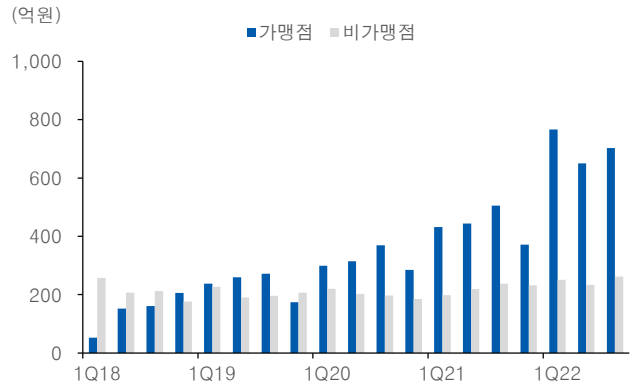
스크린 골퍼들에게는 새로운 라운딩을 할 수 있거나, 투비전플러스처럼 신제품이 출시되었을 경우 경험 및 체험해 보고자 하는 욕구를 자극한다. 점포의 차별화를 유발할 수 있다는 점에서 신규 및 교체 수요가 예상된다.

[그림 15] 분기별 매출 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 가맹점/비가맹점 매출 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 비전플러스



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 2022년형 투비전플러스(TWOVISION PLUS)



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

어프로치: GDR

아이언이 그린에 올라가지 않았을 경우 어프로치 샷을 쳐서 그린 위로 올린다. 아이언과 치는 방법은 동일하지만, 거리가 짧고 세밀한 거리감이 필요하다.

동사의 경우 GDR 사업이 이에 해당된다. 스크린골프와 같이 골프 시뮬레이터를 활용하지만, 사용처가 상이하다. 스크린골프가 Game의 형태를 띠고 있다면, GDR는 Lesson의 성향을 가지고 있다. GDR은 다양한 방법으로 성장하고 있다. 헬스장 등에서는 대규모 GDR 프로그램이 설치되어 있으며, 최근에는 1:1의 Private 형태 레슨도 증가하고 있다. 매출 성장세가 지속되고 있다.

퍼터: 실적 및 밸류에이션

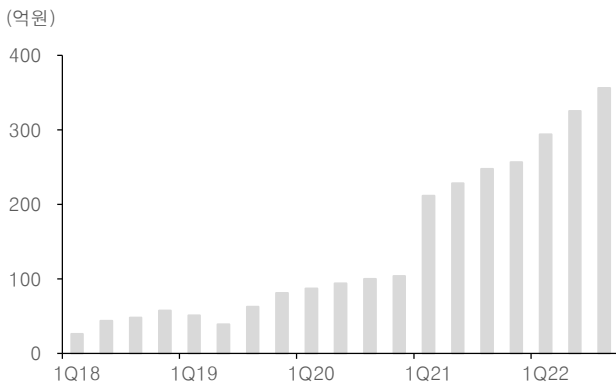
퍼터는 홀컵에 넣는 클럽이다. 골프 경기를 보면 퍼터로 인해 승부가 결정된다. 주식 관점에서 볼때 밸류에이션이 이에 해당된다.

4분기에도 호실적이 기대된다. 이렇게 판단하는 이유는 첫째, 기존 수요자 외에도 강한 한파로 인해 필드 골프 대체수요가 발생할 것으로 기대되기 때문이다. 둘째, 업그레이드 버전인 투비전 플러스에 대한 매출 및 이익률 개선 효과가 기대된다.

2023년에도 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 2023년 예상 매출액은 7,661억원, 영업이익 2,058억원으로 전년대비 각각 20.0%, 22.6% 성장할 것으로 기대된다. 국내에서는 투비전플러스 판매비중 증가에 따른 ASP 개선 효과가 있으며, GDR사업 성장세가 이어지고 있다. 해외에서는 스크린골프에 대한 인지도가 상향되고 있으며, 특히 미국은 골프존 소셜 오픈을 통한 시장 진출이 기대된다. 중국 역시 리오프닝으로 인한 시장 확대가 기대된다.

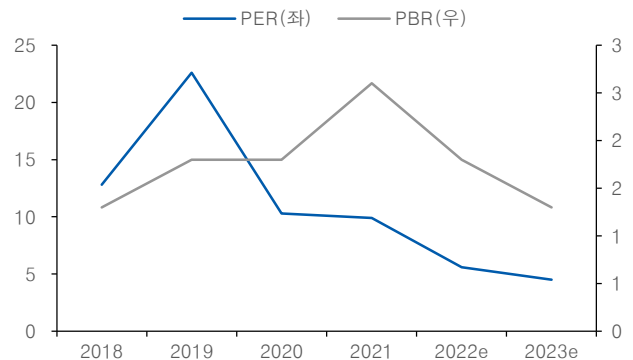
2022년, 2023년 예상 실적 기준으로 PER 5.6배, 4.8배이다. 코로나 이전과 비교해도 매력적인 구간이라고 판단된다.

[그림 19] GDR 매출 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 골프존 PER, PBR 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

골프존 (215000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	
매출액	2,470	2,985	4,403	6,384	7,661	
매출원가	939	1,119	1,550	2,554	2,911	
매출총이익	1,532	1,866	2,853	3,831	4,750	
판매비	1,209	1,351	1,777	2,152	2,692	
영업이익	323	516	1,077	1,679	2,058	
EBITDA	523	846	1,448	1,894	2,222	
영업외손익	-24	-29	-39	22	-14	
외환관련손익	0	-6	4	24	2	
이자손익	9	-2	1	-3	-2	
관계기업관련손익	-1	1	0	0	0	
기타	-33	-22	-44	1	-15	
법인세비용차감전순이익	299	487	1,038	1,701	2,044	
법인세비용	136	112	273	425	511	
계속사업순이익	162	375	764	1,276	1,533	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	162	375	764	1,276	1,533	
지배지분순이익	162	383	763	1,274	1,530	
포괄순이익	167	365	780	1,292	1,549	
지배지분포괄이익	167	373	775	1,284	1,539	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	395	874	1,361	1,551	1,825	
당기순이익	162	375	764	1,276	1,533	
감가상각비	169	298	343	192	144	
외환손익	0	3	-1	-24	-2	
중속, 관계기업관련손익	1	-1	0	0	0	
자산부채의 증감	18	122	47	16	62	
기타현금흐름	45	76	208	92	89	
투자활동 현금흐름	-469	-526	-637	-5	-5	
투자자산	-1	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-357	-153	-125	0	0	
유형자산 감소	0	7	18	0	0	
기타현금흐름	-112	-380	-530	-5	-5	
재무활동 현금흐름	-361	-253	-296	-359	-354	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-183	-8	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-116	-129	-157	-220	-215	
기타현금흐름	-61	-116	-140	-140	-140	
연결범위변동 등 기타	4	-20	11	-57	-293	
현금의 증감	-431	75	438	1,131	1,174	
기초 현금	591	160	252	690	1,820	
기말 현금	160	235	690	1,820	2,994	
NOPLAT	323	516	1,077	1,679	2,058	
FCF	38	721	1,235	1,551	1,825	

자료: 유안타증권

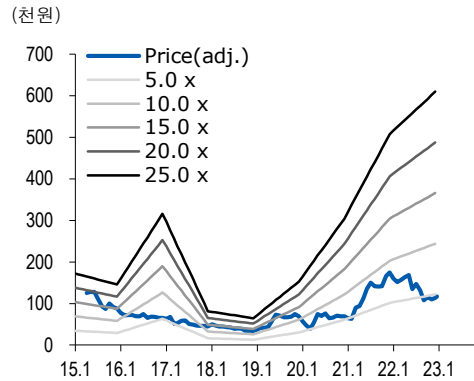
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	
유동자산	817	1,181	2,424	3,772	5,086	
현금및현금성자산	160	235	690	1,820	2,994	
매출채권 및 기타채권	200	207	269	351	418	
재고자산	109	104	252	365	438	
비유동자산	2,309	2,492	2,412	2,198	2,034	
유형자산	1,159	1,174	1,143	951	808	
관계기업등 지분관련자산	0	0	1	1	1	
기타투자자산	61	53	0	0	0	
자산총계	3,126	3,673	4,836	5,970	7,120	
유동부채	611	809	1,302	1,350	1,368	
매입채무 및 기타채무	187	283	493	542	559	
단기차입금	8	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	515	608	615	615	615	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	1,125	1,417	1,917	1,966	1,983	
지배지분	2,000	2,246	2,878	3,949	5,066	
자본금	31	31	31	31	31	
자본잉여금	688	688	688	688	688	
이익잉여금	1,272	1,525	2,132	3,186	4,287	
비지배지분	0	10	41	56	71	
자본총계	2,000	2,256	2,919	4,004	5,137	
순차입금	-17	-290	-1,336	-2,466	-3,640	
총차입금	440	521	477	477	477	

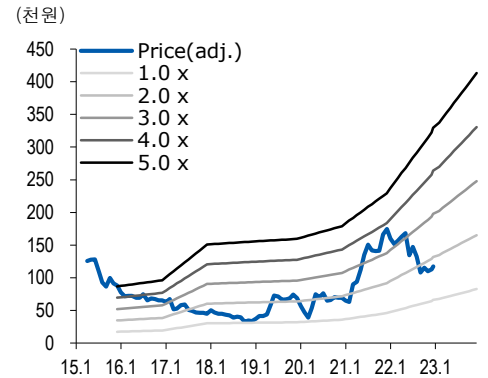
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	
EPS	2,584	6,098	12,161	20,300	24,388	
BPS	31,892	35,801	45,891	64,424	82,651	
EBITDAPS	8,327	13,477	23,076	30,176	35,414	
SPS	39,363	47,570	70,164	101,738	122,085	
DPS	2,050	2,500	3,500	3,500	3,500	
PER	22.6	10.3	9.9	5.6	4.8	
PBR	1.8	1.8	2.6	1.8	1.4	
EV/EBITDA	7.0	4.3	4.3	2.5	1.7	
PSR	1.5	1.3	1.7	1.1	1.0	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	24.3	20.9	47.5	45.0	20.0	
영업이익 증가율 (%)	14.7	59.7	108.8	55.9	22.6	
지배순이익 증가율 (%)	-20.6	136.0	99.4	66.9	20.1	
매출총이익률 (%)	62.0	62.5	64.8	60.0	62.0	
영업이익률 (%)	13.1	17.3	24.5	26.3	26.9	
지배순이익률 (%)	6.6	12.8	17.3	20.0	20.0	
EBITDA 마진 (%)	21.2	28.3	32.9	29.7	29.0	
ROIC	16.1	33.8	81.6	153.6	198.8	
ROA	5.7	11.3	17.9	23.6	23.4	
ROE	8.2	18.0	29.8	37.3	34.0	
부채비율 (%)	56.3	62.8	65.7	49.1	38.6	
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-12.9	-46.4	-62.5	-71.9	
영업이익/금융비용 (배)	32.2	34.1	72.1	84.0	102.9	

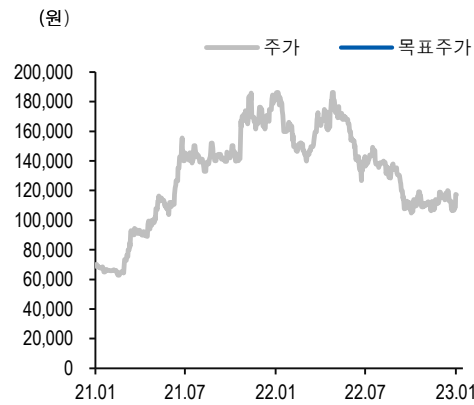
P/E band chart



P/B band chart



골프존 (215000) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-01-13	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	94.5
Hold(중립)	4.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-01-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.