

KOSDAQ | 호텔,레스토랑,레저등

# 골프존 (215000)

## 골프를 즐기는 새로운 문화가 펼쳐진다

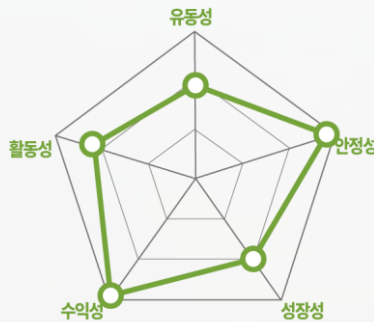
### 체크포인트

- 골프존은 국내 스크린골프 시장을 개척한 독보적인 국내 1위 골프 시뮬레이터 전문기업
- 전세계적으로 코로나19를 전후로 오프코스 골프(필드 외 대체코스를 통해 골프를 즐기는 골퍼)를 중심으로 골프인구 증가세. 오프코스 골퍼의 성장은 골프를 즐기는 문화가 다양하게 확장되고 있음에 기인하며, 세계적으로 골프 시뮬레이터의 보급률 확대가 기대되는 상황임
- 국내외 꾸준하고 안정적인 실적성장세 + 해외 골프 시뮬레이터 시장 성장에 따른 동사의 글로벌 점유율 확대 기대
- 밸류에이션 매력: 2024년 예상실적 매출액 7,253억원, 영업이익 1,228억원, 지배주주순이익 887억원을 기준으로 한 현 주가 밸류에이션은 PER 5.5배, PBR 1.0배, ROE 20.0%로 저평가 국면으로 판단

### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

### 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 골프존 (215000)

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr

RA 김현주 phhj4050@kirs.or.kr

KOSDAQ

호텔,레스토랑,레저등

## 독보적인 국내 1위 골프 시뮬레이터 사업자

골프존은 국내 스크린 골프 산업을 개척한 독보적인 1위 사업자. 국내 스크린 골프시장 포화 우려에도 불구하고 꾸준하게 가맹점이 증가하고, 가맹점 기반의 라운딩수 증가에 따라 매출 성장세를 이어가고 있음. 2023년 고성능 게임엔진을 적용한 차세대 골프 시뮬레이터인 골프존 투비전NX 출시를 통해 기존점 업그레이드 및 비가맹점의 가맹점 전환 등을 통한 매출 성장세 이어갈 전망

## 국가별 맞춤형 성장 전략을 바탕으로 글로벌 사업 확장

해외에서 오프코스 골퍼가 높은 성장세를 보이고 있음. 미국에는 '탑골프(TopGolf)'와 같은 골프와 엔터테인먼트를 결합한 다양한 형태의 골프 문화가 확산되고 있으며, 해외에서도 골프 시뮬레이터 보급률 확대가 기대되는 상황. 당사는 국내에서의 스크린골프 성공경험을 바탕으로 미국, 일본, 중국, 베트남 등 해외 골프시장에 국가별 맞춤형 성장 전략을 바탕으로 진출하여 글로벌 사업을 확장하고 있음

## 우수한 재무구조, 밸류에이션 저평가

골프존은 골프 시뮬레이터를 기반으로 스크린 골프 및 골프 연습장을 비롯하여 골프와 관련된 토털 서비스를 제공하는 플랫폼 기업으로 거듭나는 중. 당사는 안정적인 이익 실현 및 우량한 재무구조(유동비율 211.2%, 부채비율 53.4%)를 보유하고 있으며, 2024년 예상실적 매출액 7,253억원, 영업이익 1,228억원, 지배주주순이익 887억원을 기준으로 한 현 주가 밸류에이션은 PER 5.5배, PBR 1.0배, ROE 20.0%로 해외동종기업 밸류에이션 평균(PER 23.0배, PBR 5.5배, ROE 22.5%) 대비 저평가 국면

## Forecast earnings & Valuation

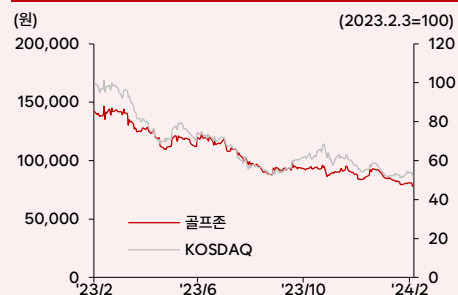
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	2,985	4,403	6,175	6,700	7,253
YoY(%)	209	475	402	8.5	8.2
영업이익(억원)	516	1,077	1,487	1,107	1,228
OP 마진(%)	17.3	24.5	24.1	16.5	16.9
지배주주순이익(억원)	383	763	1,137	792	887
EPS(원)	6,098	12,161	18,123	12,620	14,140
YoY(%)	136.0	99.4	49.0	-30.4	12.0
PER(배)	11.4	14.4	6.2	7.3	5.5
PSR(배)	1.5	2.5	1.1	0.9	0.7
EV/EBIDA(배)	5.0	6.8	3.1	2.8	1.6
PBR(배)	1.9	3.8	2.0	1.4	1.0
ROE(%)	18.0	29.8	35.0	20.4	20.0
배당수익률(%)	3.6	2.0	4.0	4.9	5.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

## Company Data

현재주가 (2/7)	78,400원
52주 최고가	146,400원
52주 최저가	78,100원
KOSDAQ (2/7)	811.92p
자본금	31억원
시가총액	4,920억원
액면가	500원
발행주식수	6백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	23억원
외국인지분율	19.61%
주요주주	골프존뉴티홀딩스 외 11인 40.44%
	KB자산운용 8.03%

## Price & Relative Performance



## Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.0	-18.9	-44.2
상대주가	-0.5	-10.3	-46.9

## 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 1 회사 개요

#### 국내 1위 스크린 골프 시뮬레이터 전문기업

골프존은 2000년에 설립된 국내 1위 스크린 골프 시뮬레이터 전문기업이다. 2015년 골프존뉴딩그룹(구골프존)이 지주회사 체제로 전환하면서 동사는 스크린골프 사업부문을 인적 분할하여 설립되었다. 주요 사업으로는 국내외 골프 시뮬레이터 판매 및 실내골프연습장 직영사업, 스크린골프 유지보수사업, 광고 제휴, 미디어, 골프게임 사업 등을 영위하고 있다.

동사는 차별화된 골프 시뮬레이터 기술력과 브랜드 인지도, 스크린골프 투어 등의 콘텐츠를 바탕으로 스크린골프장 및 골프연습장에 시뮬레이터를 공급하고 있다. 플랫폼 사업은 아직 확장 단계이나, 토탈 골프 비즈니스를 위한 통합 앱을 런칭하여 현재 약 10만명이 넘는 멤버십 회원을 보유하고 있다. 이외에도 국내에서의 성공적인 레퍼런스를 바탕으로 미국, 일본, 중국, 베트남 등에 현지 법인을 설립하여 해외 스크린 골프 시장을 개척해 나가고 있다.

동사의 2022년 연결기준 매출액은 6,175억원으로 사업부문별 매출비중은 스크린골프 58%, GDR 20%, 해외 12%, 기타 10% 등으로 구성된다.

동사는 2002년 첫번째 골프 시뮬레이터 골프존 P를 출시한 이후 2004년 골프존 S, 2008년 골프존 N, 2011년 골프존 리얼, 2012년 골프존 비전, 2014년 비전 플러스를 출시했다. 2016년에는 가맹점 전용 시뮬레이터 '골프존 투비전'을 출시하고, 2017년부터는 스크린 골프장 상권 보호를 위해 가맹사업을 시작하였다. 동사는 2018년 투비전의 업그레이드 버전인 투비전 플러스를 출시했으며, 2022년 모션 플레이트를 강화한 투비전 플러스 업그레이드, 2023년 투비전 엔엑스(Twovision NX) 출시를 통해 대규모 시뮬레이터 업그레이드를 진행하고 있다.

2019년에는 GDR 사업을 확장하여 직영 형태의 골프존 아카데미 사업을 시작하였으며, 2022년에는 골프존씨엠, 골프존데카, 골프존뉴딩인터내셔널 법인을 인수하여 골프산업 전반에 걸친 사업영역 다각화를 진행하고 있다. 또한 동사는 해외법인을 통한 글로벌 사업을 확장하고 있다. 2016년 골프존 아메리카, 2018년 골프존 베트남을 설립하였으며 2021년 중국법인을 독자운영에서 합작운영으로 운영체제 변경, 2023년 골프존 아메리카 법인 사업 확장(골프존 소셜 1, 2호점 오픈) 등을 진행하고 있다.

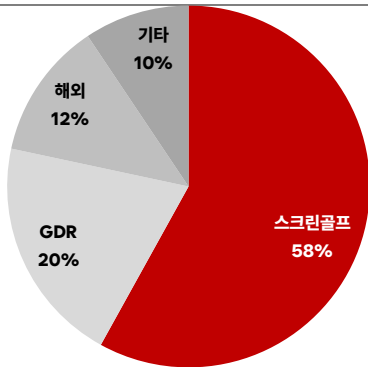
2023년 9월말 기준 동사의 최대주주는 골프존뉴딩홀딩스로 20.4%를 보유하고 있으며, 김영찬 회장(지분율 15.0%) 등을 포함한 최대주주(골프존뉴딩홀딩스) 및 특수관계인이 37.9%의 지분을 보유하고 있다. 5% 이상 주요주주로는 KB자산운용(지분율 12.3%)가 있으나, 최근일(2024년 2월 2일) 공시 기준으로는 KB자산운용 지분율은 8.03%로 조정되었다.

회사 연혁



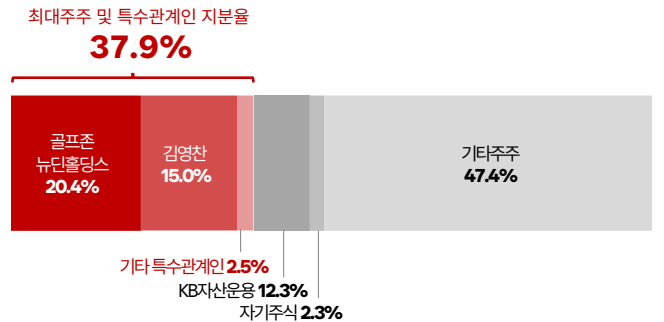
자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출비중(2022년 기준)



자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주구성(2023년 9월말 기준)



주: KB자산운용 지분율은 2024년 2월 2일 공시 기준 8.03%로 조정  
 자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

**사업 영역**

골프존의 주요 사업부문은 골프 시뮬레이터를 기반으로 하는 1) 스크린골프(골프 시뮬레이터)와 2) GDR(골프존 드라이빙 레인지) 사업, 3) 기타 골프 플랫폼 사업 등으로 구분된다.

**(1) GS(Golf Simulator, 골프 시뮬레이터) 사업부문: 스크린골프 사업**

**골프 시뮬레이터 판매 및 스크린골프 네트워크 서비스**

GS(골프 시뮬레이터, 스크린골프) 사업부문은 스크린골프 사업장 점주에게 시뮬레이터 판매 및 스크린골프 이용객들의 골프 라운드 당 온라인 네트워크 서비스에 대한 서비스 수수료를 수취하는 사업부문이다. 따라서 GS 사업부문은 시뮬레이터 판매 대수 및 라운드(게임) 수에 따라 실적이 결정된다.

동사는 2013년부터 스크린 골프장 점주들에게 시뮬레이터를 판매하는 비가맹 비즈니스를 전개하였으나, 2017년부터는 '골프존파크' 가맹점 위주 사업을 전개하고 있다. 가맹점은 전용 시뮬레이터인 골프존 투비전, 투비전플러스, 투비전 NX로 운영되고 있으며, 가맹점 반경 200m 거리제한 및 지역총량제 등의 운영을 통해 가맹점주들의 영업권을 보장하고 있다.

2023년 3분기 기준 골프존 시뮬레이터를 사용하는 점포는 총 6,337개로 가맹점 2,496개, 비가맹점 3,841개로 구성된다. 3분기 누적 GS 사업부문 매출액은 3,301억원으로 가맹점 76.2%, 비가맹점 23.8%의 매출비중을 차지하고 있다. 가맹점 수는 2019년 1,173개 대비 두배 이상 성장했다. 가맹 사업은 신규 출점 및 기존 점포(비가맹점)의 가맹점 전환으로 인한 시뮬레이터 판매 효과로 매출이 꾸준히 성장하고 있으며, 골프존 시뮬레이터의 제품력과 브랜드 인지도를 바탕으로 가맹 사업 확장과 함께 꾸준히 성장하고 있다. 가맹사업으로 전환한 이후 비가맹 사업자에게 영리 목적의 시뮬레이터 판매를 하고 있지 않으나, 복지시설, 아파트 단지 내 커뮤니티 등을 운영하는 비영리 사업자에게는 일부 판매되고 있다.

국내 스크린골프 게임수는 1인 18홀 1라운드 기준으로 집계하면 일평균 약 25만 라운드가 진행되고 있으며, 2022년 기준 연간 약 8,800만 라운드가 플레이 되었다. 2023년 3분기 누적 약 6,200만 라운드가 진행되었으며, 골프인구의 증가 및 가맹점 수가 지속적으로 증가함에 따라 2023년 연간 약 9,400~9,500만 라운드가 기록되었을 것으로 예상된다.

**(2) GDR(Golfzon Driving Range, 골프존 드라이빙 레인지) 사업부문: 실내 골프연습장 사업**

**골프 시뮬레이터를 기반으로 한 실내 골프연습장 사업**

GDR(골프존 드라이빙 레인지) 사업부문은 골프 시뮬레이터를 기반으로 실내 골프연습장 사업을 전개하고 있다. 주요 수익모델은 골프연습장 점주를 대상으로 골프 시뮬레이터 판매 및 직영점(연습장 이용권+레슨) 매출로 구성된다. GDR 사업부문은 2014년 카메라 센서 기반으로 스윙 모션을 확인할 수 있는 골프 연습 시뮬레이터 GDR(Golfzon Driving Range) 출시를 바탕으로 시작되었으며, 해당 시뮬레이터는 LPGA(미국여자프로골프) 공식 시뮬레이터로 선정되며 인지도가 쌓아오고 있다.

2023년 3분기말 기준 직영점을 포함한 GDR 가맹점 수는 1,752개로, 총 19,451대의 GDR 시뮬레이터가 운영되고 있다. GDR 사업부문의 2023년 3분기 누적 매출액은 712억원으로, 부문별 매출비중은 GDR 판매수익 46%, 직영점 수

익 54%로 구성된다. 당사는 국내 스크린 골프연습장 시장 점유율 1위 기업으로, 신제품 출시와 더불어 시가반의 차별화된 레슨 콘텐츠를 공급하고, 해외 필드레슨 상품을 운영하는 등 GDR 사업을 확장하기 위해 노력하고 있다. 당사는 2023년 12월 GDR 사업부문의 물적분할을 결정하였으며, GDR아카데미 운영 효율성을 높일 전망이다.

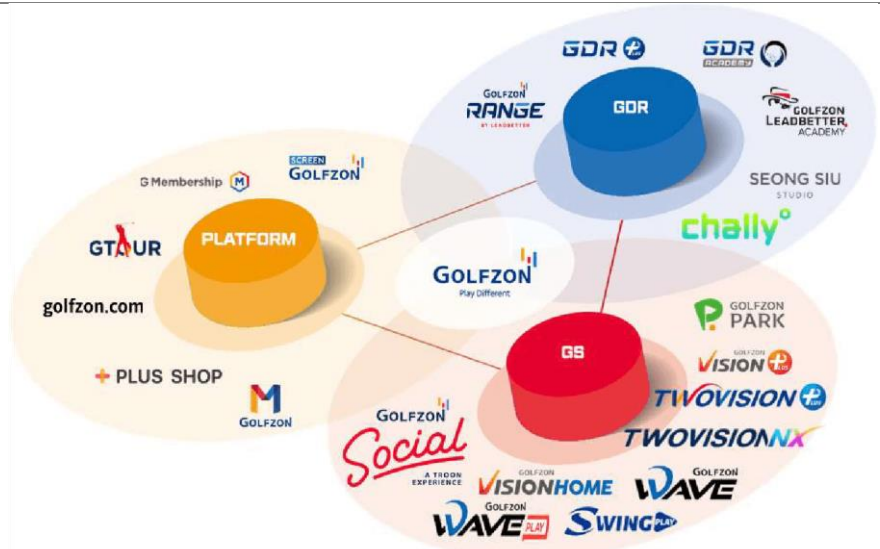
**(3) 기타 골프 플랫폼 사업부문**

**골프존 매장 및 회원 기반**

**부가매출 창출을 위한 플랫폼 사업**

당사는 골프존 매장 및 회원 기반으로 부가 매출을 창출할 수 있는 플랫폼 사업을 신규사업으로 전개하고 있다. 스크린 및 App 광고, 대회 스폰서십, GTOUR(세계 최초 프로 스크린 골프대회) 등을 개최하고 있으며, 스크린 점주 대상 폐쇄형 쇼핑몰인 비즈몰, 가정용 골프 시뮬레이터인 비전홈(Vision Home) 판매 등 스크린골프를 넘어 다양한 영역에서 골퍼들에게 IT 기반의 서비스를 제공하고 있다. 아직 수익화가 본격적으로 이뤄지지는 않았으나, '골프존 App' 기반 플랫폼 구축 및 '멤버십 상품' 출시 등을 통해 구독 경제 창출을 위해 노력하고 있다.

**골프존 사업영역**



자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

**스크린 골프장 시뮬레이터: 투비전 NX**

자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

**골프 연습 시뮬레이터: GDR**

자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

**3 해외 사업 및 주요 종속회사**

**미국, 일본, 중국, 베트남 등  
해외 골프시장 진출**

골프존은 국내 골프 시뮬레이터 사업의 성공을 기반으로 미국, 일본, 중국, 베트남 등 해외 골프시장 진출을 통해 세계 시장 점유율을 확장을 위해 노력하고 있다. 미국, 일본, 중국, 베트남 등에 해외법인을 설립해 현지화 전략에 맞춰 해외 스크린 골프 시장을 개척하고 있다. 2023년 3분기말 기준 해외 매출액은 631억원으로 동사 매출액의 약 12.2%를 차지하고 있으며, 지역별로는 미국 219억원(34.7%), 일본 193억원(30.6%), 중국 125억원(19.8%), 베트남 67억원(10.6%), 기타 27억원(4.3%)의 매출(매출비중)을 달성하고 있다.

미국은 골프 시뮬레이터 판매 기반의 매출성장을 이어가고 있으며, 현지화 전략을 바탕으로 한 직영사업(골프존 소셜, 골프존 레인지, 지스트릭트) 운영을 통한 사업 확장을 진행하고 있다.

일본은 GDR을 중심으로 골프 시뮬레이터 판매를 통한 안정적인 성장을 이어가고 있다. 골프 시뮬레이터 판매(투비전, 비전, GDR)와 온라인 네트워크 서비스 수수료를 비롯해 도쿄에 직영점을 운영 중이며, B2C 제품(Wave, Wave Play) 판매 수익이 발생하고 있다. 최근에는 일본 로손 엔터테인먼트와 스크린골프 직영사업 확장을 준비하고 있다.

중국도 골프 시뮬레이터 판매를 기반으로 사업을 확장하고 있으며, 스크린골프 직영사업(베이징, 선전, 톈진, 상해)과 B2C 제품(Swing Play) 판매 수익이 발생하고 있다. 스크린골프 직영사업은 2021년 독자운영에서 합작운영으로 전환 하면서 중국 현지인들을 대상으로 판매 채널이 확대되고 있다.

베트남은 베트남에 설립된 한국 지사 대상의 직영 사업을 기반으로 성장하고 있으며, 직영 매장은 2018년 첫 진출 이후 꾸준히 증가하여 현재 15개 매장을 운영하고 있다.

**골프존 사업과의 시너지를 위한  
종속회사 설립 및 인수**

국내 종속회사로는 2017년에 설립된 '스크린골프존' 채널 운영 기업 골프존 미디어, 2019년에 설립된 GDR 직영사업의 위탁운영을 맡고있는 골프존지디알아카데미가 있다. 2022년 3월에는 ICT 및 AI 기술을 결합한 스마트필드 골프서비스사업 확장을 위해 골프장 ERP(전자적 자원관리) 등 스마트 골프장 운영시스템 개발기업인 골프존씨엠((구)씨엠인포텍)을 인수했으며, 6월에는 플랫폼 사업과의 시너지를 위해 골프존뉴딘홀딩스로부터 휴대용 골프거리측정기 전문기업 골프존데카를 양도받았다.


**산업 현황**
**1 국내 골프시장**

금전적, 시간적 진입장벽이 높은

골프의 특성 상

코로나를 계기로 신규진입한

다양한 골프인구 유입 효과로

국내 골프시장 성장세는

꾸준하게 이어질 전망

국내 골프시장은 1998년 박세리 선수의 미국 LPGA 챔피언십, US 여자오픈 우승을 계기로 대중의 골프에 대한 관심이 크게 높아지기 시작했다. 정부는 1999년부터 대중제 골프장의 취득세와 재산세 인하 등 다양한 세제혜택을 주며 골프 대중화 정책을 추진하였다. 또한 '박세리 키즈'로 불리는 박인비, 최나연, 신지에 선수 등의 해외 활약이 이어지며 골프에 대한 관심을 이어갔고, 이는 지속적인 골프 인구의 유입으로 이어졌다.

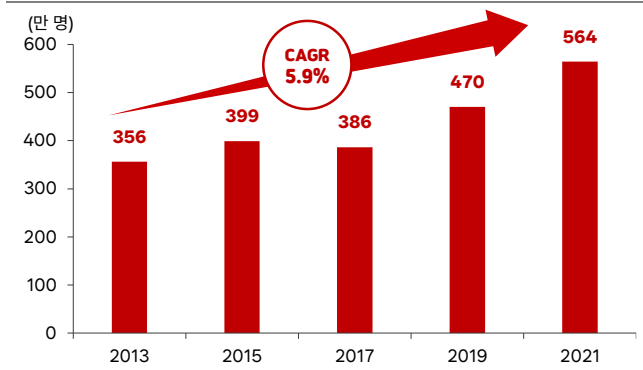
국내 골프 인구는 2013년 약 356만명에서 2021년 약 564만명으로 연평균 5.9% 성장하였다. 가처분소득 증가 및 2018년부터 시행된 주 52시간 근무제 법제화 영향으로 골프인구가 꾸준히 증가하고 있으며, 골프 인구 증가에 힘입어 한국 골프산업 규모 역시 2014년 10.3조원에서 2022년 20.7조원으로 연평균 약 9.0% 성장하였다.

특히 코로나19 팬더믹을 거치며 2030세대를 비롯한 다양한 골프 인구의 유입을 바탕으로 국내 골프인구는 2019년 470만명에서 2021년 564만명으로 연평균 9.5% 성장하였으며, 2019년부터 2022년까지 3년간 국내 골프산업 규모는 연평균 성장률 16.2%의 높은 성장세를 나타냈다. 동 기간 골프 인구 변화의 특징은 2030세대의 유입이다. 국내 2020세대 골프인구는 2019년 65만명에서 2021년 115만명으로 연평균 33% 성장하였으며, 전체 골프인구에서 2030세대가 차지하는 비중은 2019년 13.8%에서 2021년 20.4%로 확대되었다. 골프채 구입, 레슨비, 연습장사용료 등을 비롯하여 금전적, 시간적 진입장벽이 높은 골프의 특성 상 코로나를 계기로 신규진입한 2030세대를 비롯한 다양한 골프인구 유입 효과를 바탕으로 국내 골프시장 성장세는 꾸준히 이어질 것으로 전망된다.

한국골프산업백서에 따르면 2022년 국내 골프시장은 필드골프, 스크린골프, 골프연습장 등으로 시장이 구분되며, 거래액 기준으로 필드골프가 약 61.3%, 스크린골프가 약 26.2%, 골프연습장 12%의 비중을 차지하고 있다. 2022년 기준 국내 골프장 수는 514개(회원제 155개, 대중제 359개)이며, 전체 골프장 이용객 수는 5,058만 명(회원제 1,679만 명, 대중제 3,378만 명)으로 MZ세대를 비롯한 다양한 골프인구가 유입되며 대중제 위주의 성장을 이어가고 있다. 2023년 기준 스크린골프장 수는 9,572개, 스크린골프 연습장 수는 6,055개로 필드골프와 스크린골프는 대체재나 보완재가 아닌 골프시장 전체의 성장을 견인하고 있다.

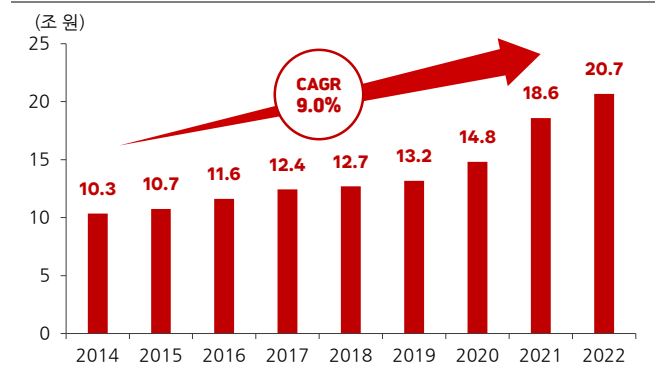


국내 골프 인구 추이 추이



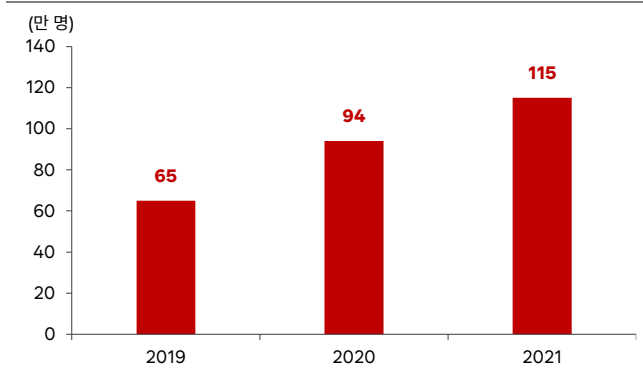
자료: 한국레저산업연구소(2023), 한국R협의회 기업리서치센터

국내 골프시장 규모 추이



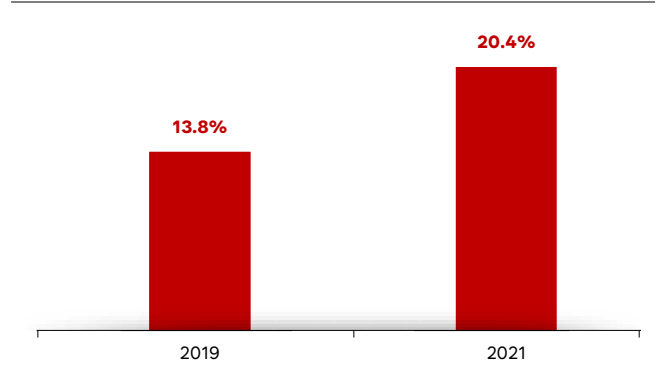
자료: 한국 골프산업 백서(유원골프재단), 한국R협의회 기업리서치센터

국내 2030세대 골프 인구 추이



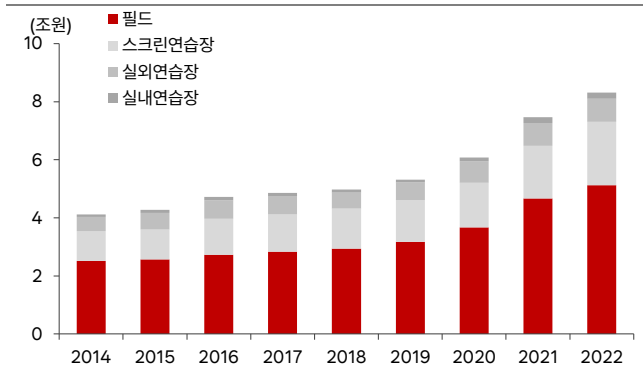
자료: 한국레저산업연구소(2023), 한국R협의회 기업리서치센터

국내 2030세대 골프 인구 비중 변화



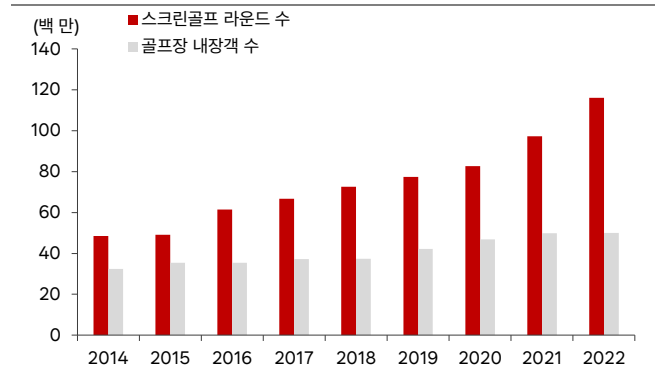
자료: 한국레저산업연구소(2023), 한국R협의회 기업리서치센터

국내 참여골프 비이벤트 시장 규모 추이



자료: 한국 골프산업 백서(유원골프재단), 한국R협의회 기업리서치센터

스크린골프 라운드 수 및 골프장 내장객 수 추이



자료: 한국레저산업연구소(2023), 한국R협의회 기업리서치센터

**오프코스 골퍼를 중심으로  
골프인구가 성장하고 있음.  
이는 골프를 즐기는 문화가  
다양하게 확장된다는 의미.  
가상골프를 가능하게 하는  
골프 시뮬레이터 시장의  
개화 및 성장세가 기대됨**

## 세계 골프시장

영국왕립골프협회(R&A)에 따르면 2022년 세계 골프 인구(미국, 멕시코 등 비회원국 제외)는 약 6,120만명으로 집계되며 미국 골프재단(NGF)이 집계한 2022년 미국 골프 인구 약 4,110만명과 합산하면, 2022년 글로벌 전체 골프 인구는 약 1억 230만명 수준으로 추정된다. R&A와 NGF 집계를 기준으로 한 세계 골프인구는 2016년 약 6,200만명에서 2022년 약 1억 230만명 수준으로 연평균 약 8.7% 성장했다.

최근에는 골프를 즐기는 방식에 따라 골퍼(골프인구)를 크게 세가지 부류로 구분하고 있다. 세가지 부류는 1) 필드에서 골프를 즐기는 온코스(On-Course) 골퍼, 2) 필드 외 실내 시뮬레이터, 드라이빙레인지, 파3 등의 대체 코스를 통해 골프를 즐기는 오프코스(Off-Course) 골퍼, 3) 온오프코스를 모두 즐기는 골퍼이다.

코로나19 팬더믹을 전후로 오프코스 골퍼를 중심으로 골프인구가 급격하게 증가하고 있다. 2022년 기준 세계 골프 인구 구성을 살펴보면 온코스 골퍼(온코스+온오프코스 골퍼) 6,517만명, 온코스외 인구(오프코스 온리 골퍼) 3,727만명으로, 오프코스만 이용하는 골퍼가 전체의 약 36%에 달할 정도로 오프코스 골퍼의 성장세가 높게 나타나고 있다. 미국의 경우 온코스 골퍼는 코로나19 시기를 제외하면 거의 증가하지 않고 있으나, 오프코스 골퍼는 2014년 약 540만명에서 2022년 약 1,550만명으로 3배 가까이 증가하면서 2022년 처음으로 온코스 골퍼 수를 넘어서기 시작하며 미국 골프인구 증가를 견인하고 있다.

오프코스 온리 골퍼는 기존의 온코스 골퍼보다 상대적으로 평균나이가 적고, 여성의 비율이 높고, 비백인(Non-White)의 비율이 높다는 특징이 있다. 즉, 이들은 기존의 골퍼들과는 다른 신규 골퍼 유입 층이며, 이러한 오프코스 골퍼 성장세를 통해 미국 골프시장에서 골프를 즐기는 문화가 다양하게 확장되고 있음을 엿볼 수 있다.

미국 시장의 오프코스 골퍼 성장 요인을 고려 시 골프 엔터테인먼트 기업 '탑골프(TopGolf)'에 주목할 필요가 있다. 탑골프는 2007년 미국 텍사스주 댈러스에서 시작한 골프와 엔터테인먼트를 결합한 골프장이다. 골프를 테마로 게임과 파티요소가 결합된 놀이공간으로, 볼(Ball)에 마이크로칩이 내장되어 정확도, 거리, 타겟 지점 안착 등을 기준으로 점수가 나는 마치 다트와 유사한 게임을 즐길 수 있다. 따라서 전문 골퍼뿐만 아니라 골프 초보자도 게임을 즐길 수 있으며, 가족, 친구 등의 단위로 방문하여 먹고 마시고 게임을 하는 골프를 즐기는 새로운 형태를 제시하고 있다. 이를 바탕으로 이미 성숙단계에 이른 미국 골프산업 속에서도 탑골프는 높은 성장세를 이어가고 있다.

이러한 탑골프의 성장성을 높게 평가한 미국 골프용품 제조업체 '캘러웨이'는 2020년 탑골프를 인수하였으며 이후 해외 점포를 공격적으로 확장하고 있다. 미국 85개를 비롯하여 영국(4개), 멕시코(1개), 독일(1개), 아랍에미리트(1개), 태국(1개), 호주(1개), 중국(1개) 등에 탑골프 점포를 보유하고 있다.

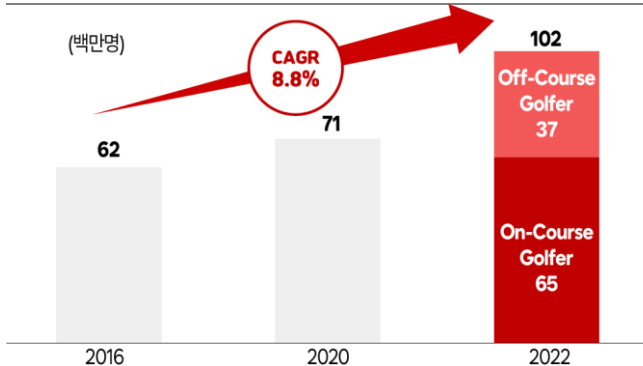
오프코스 골퍼의 성장세는 미국 외에도 전세계적으로 나타나고 있다. R&A가 집계한 대륙 별 골프 인구 중 오프코스만을 즐기는 인구 비중은 아시아 28%, 유럽 34%, 캐나다 15%, 아프리카 89%, 오세아니아 26%, 중남미 83%로 나타나고 있다. 아프리카, 중남미는 아직 골프 인구 자체가 많은 편은 아니지만, 저렴한 가격과 접근성, 개발 용이성으로 인해 오프코스 골퍼가 크게 선호되고 있으며, 아시아 시장에서도 일본(골프 인구에 비해 필드가 부족)과 중국(임금

수준이 낮고, 대도시에 인구 집중) 등에서 오프코스 골프의 성장이 기대된다. 특히 중국 골프시장은 2012년 평산산 선수가 중국선수 첫 LPGA 우승 및 메이저 대회를 제패하였으며, 최근 중국의 ‘평산산 키즈’들이 글로벌 무대에서 활약하며 한국과 유사하게 골프에 대한 관심 및 골프인구가 증가할 것으로 전망되고 있다.

전세계적인 오프코스 골프의 성장세는 오프코스 골프를 즐길 수 있는 기본 장비인 골프 시뮬레이터 시장 성장과도 이어질 전망이다. 스트레이츠 리서치에 따르면 글로벌 골프 시뮬레이터 시장은 2021년 13억 달러 규모에서 2030년 34억 달러 규모로 연평균 약 10.1%의 성장이 전망되고 있다. 탑골프 등을 통한 골프 복합 엔터테인먼트 문화의 확산과 더불어 골프 시뮬레이터를 이용한 가상 골프리그 개최 등을 통해 골프 시뮬레이터 보급율이 확대될 것으로 전망되고 있다.

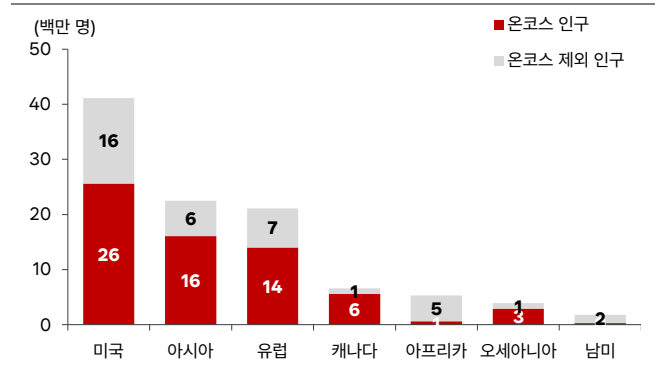
참고로 2022년에는 미국 골프 황제 ‘타이거 우즈와 세계 공식 골프랭킹 1위인 ‘로리 매킬로이’가 주축이 되어 TMRW 스포츠(Tomorrow Sports)를 설립하였으며, 2024년부터 미국 프로골프(PGA)투어와 파트너십을 통해 가상현실 골프 리그인 TGL 개최를 발표했다. TGL은 골프 시뮬레이터를 이용하여 18홀의 가상 코스에서 PGA 선수들의 경기를 진행할 예정으로, 세계 최고의 골퍼들이 도입한 가상 골프경기에 대한 관심이 높아지고 있다. 아쉽게도 개최 경기장 이슈로 인해 실제 TGL은 1년 연기된 2025년에 개최될 예정이나, TGL로 인한 관심은 가상골프를 즐기는 문화를 확산시키며 GDR, 호텔, 리조트, 일반가정 등으로 골프 시뮬레이터 보급율을 확장할 수 있을 것으로 기대된다.

해외 골프인구 추이



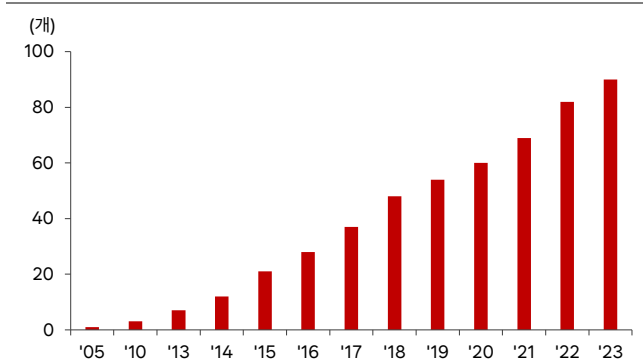
자료: 골프존(National Golf Foundation(2023), R&A(2023)), 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 골프 인구(2022년 기준)



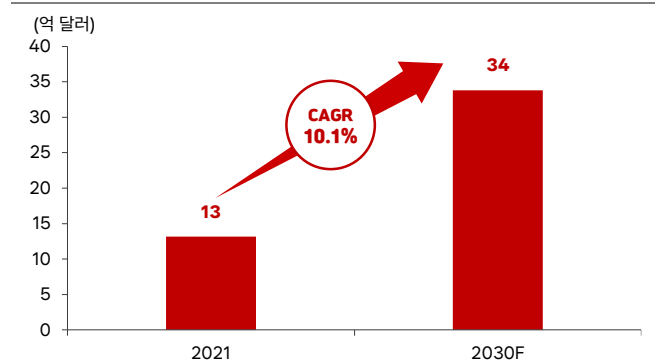
자료: 골프존(National Golf Foundation(2023), R&A(2023)), 한국IR협회의 기업리서치센터

TOP GOLF 글로벌 매장 수 추이



자료: TopGolf 홈페이지, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 골프 시뮬레이터 시장 규모 전망



자료: 스트레이츠리서치, 한국IR협회의 기업리서치센터

TopGolf 전경



자료: TopGolf 홈페이지, 한국IR협회의 기업리서치센터

TopGolf 내부 구성



자료: Top Golf, 한국IR협회의 기업리서치센터

**투자포인트**

**1 독보적인 국내 1위 골프 시뮬레이터 사업자**

**신제품 투비전NX 출시를 통한  
가맹점 매출 성장세**

골프존은 국내 스크린 골프 산업을 개척한 독보적인 1위 사업자이다. 국내 스크린골프 사업부문은 국내 스크린 골프 시장 포화 우려에도 불구하고 꾸준하게 가맹점이 증가하고 있으며 가맹점 기반의 라운드수 증가에 따라 매출 성장세를 이어가고 있다. 국내 골프존 가맹점수는 코로나19로 인한 골프수요 확대에 힘입어 2020년 250개, 2021년 345개, 2022년 415개의 높은 수준의 신규 가맹점 출점이 있었으며, 포스트 코로나로 인한 외부 활동기회 증가에도 불구하고 2023년에도 3분기 누적기준 313개의 출점이 이어지며 가맹점수 성장세를 이어가고 있다. 동사는 2023년 실제 필드에서 게임하는 것 같은 현장감 높은 차세대 골프 시뮬레이터인 골프존 투비전NX 출시를 통해 기존점 업그레이드 및 비가맹점의 가맹점 전환 등을 통한 매출 성장세를 이어갈 전망이다.

투비전NX(TWOVISION New Experience)는 고성능 게임 엔진 '엔리얼 엔진5'를 적용하여 그린의 라이, 벙커의 컬러와 질감 등이 실제 필드처럼 느껴지도록 설계되었다. 또한 초고사양 하드웨어(최신 그래픽카드, 고사양 마이크, FHD급 고화질 카메라, 고해상도의 키오스크 등)를 탑재하여 실제 필드와 같은 그래픽 구현을 통해 이전 버전보다 더 필드에서 게임하는 것 같은 현장감 높은 서비스 제공이 가능하다.

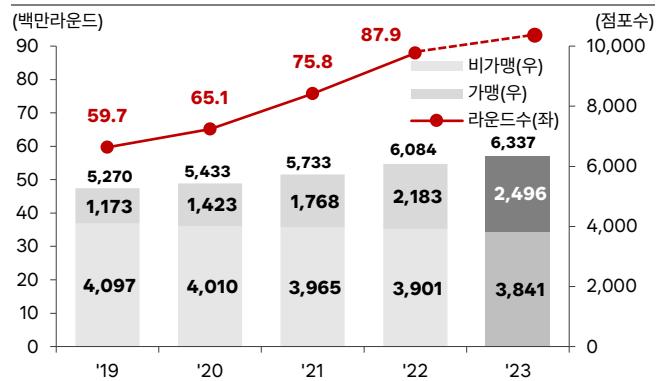
동사는 투비전NX를 출시하여 신규판매 및 골프존 기존 가맹점을 대상으로 한 시뮬레이터 업그레이드 판매를 진행하고 있다. 동사의 2,496개의 가맹점 중 약 70%가 업그레이드를 신청하였으며, 이를 바탕으로 약 13,000-14,000대의 시뮬레이터가 NX로 교체될 예정이다. 투비전NX는 풀패키지 기준으로 기존제품 대비 약 30%의 가격인상 효과가 있으나, 그래픽카드, 랩 등이 고사양으로 탑재됨에 따라 수익성은 기존제품과 유사한 수준으로 예상된다.

골프 시뮬레이터(GS) 사업 모델



자료: 골프존, 한국IR협회의 기업리서치센터

골프존 가맹/비가맹 추이: 라운드수 증가 추이



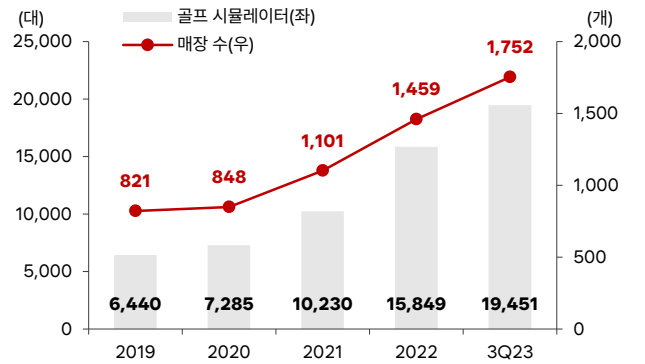
자료: 골프존, 한국IR협회의 기업리서치센터

GDR(Golfzon Driving Range, 골프연습장) 사업 모델



자료: 골프존, 한국IR협회의 기업리서치센터

GDR 시뮬레이터 및 매장 수 추이



자료: 골프존, 한국IR협회의 기업리서치센터

**해외 사업 확장을 통한 성장**

**국가별 맞춤형 성장전략 바탕으로  
해외 사업을 적극적으로 진행중  
(해외매출비중 약 12%)**

전세계적으로 기후위기에 대한 문제가 대두되고 있으며 기상이변 등으로 야외 스포츠나 레저 활동의 어려움으로 인해 실내 스포츠 시설에 대한 수요가 증가하고 있다. 또한 전세계적으로 오프코스 골퍼 증가 및 골프를 즐기는 방식이 확장됨에 따라 골프 시뮬레이터 보급률 확대가 기대되고 있다. 골프존은 국내 스크린골프 사업의 독보적 1위 기업으로, 국내에서의 성공경험을 바탕으로 미국, 일본, 중국, 베트남 등 해외 골프시장 진출을 통해 글로벌 사업을 확장을 통한 성장이 기대된다.

2023년 3분기 누적기준 동사의 해외 매출액은 631억원으로 전체 매출액의 약 12%를 차지하고 있으며, 2019년 연간 해외 매출액 201억원(매출비중 약 8%) 대비 크게 증가하였다. 2023년 3분기 누적 매출 기준, 동사의 국가별 매출비중은 미국 34.7%, 일본 30.6%, 중국 19.8%, 베트남 10.6%, 기타 4.3% 등으로 구성된다. 동사의 해외사업은 기본적으로 골프 시뮬레이터 및 서비스 판매를 기본으로 하고 있으나, 국가별 맞춤형 성장 전략을 바탕으로 해외 사업을 적극적으로 진행하고 있다.

**미국:  
‘스포츠 팝’ 분야 강화**

미국은 ‘스포츠 팝’ 분야로 사업영역을 확장하고 있다. 동사는 2019년 F&B와 파티·오락 문화를 결합한 토너먼트형 직영 매장 ‘지스트릭트’ 1호점을 미국 코네티컷에 오픈하였으며, 2021년에는 글로벌 골프 매니지먼트 기업 트론과 합작법인 ‘골프존소셜’을 설립하여 2023년 2월 뉴욕 팰리세이드 센터에 골프존소셜 1호점을 개장하고, 8월에는 뉴욕 스키스테일에 2호점을 오픈했다. 스크린골프와 식음료를 함께 즐길 수 있는 매장이기 때문에 좀더 교내지역 상권을 공략할 전략으로 2024년에는 뉴욕 브루클린 중심지에 골프존소셜 3호점을 오픈할 예정이다. GDR 아카데미 매장도 2022년 12월 오픈한 골프존 레인지 1호점을 시작으로 확대해 나갈 계획이다.

미국법인 매출액은 2019년 54억원에서 2022년 212억원으로 연평균 57.9% 성장하였으며, 매출의 대부분이 골프 시뮬레이터 판매 매출이나, 직영매장으로 진행되는 골프존소셜과 GDR아카데미 사업확장에 따라 매출 성장세가 확대될 것으로 기대된다.

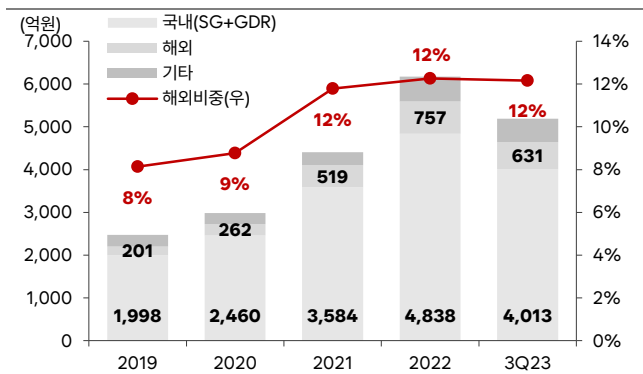
**일본: GDR 성장에 따른  
스크린골프 시장 성장 기대**

일본은 GDR 하드웨어 판매 중심으로 안정적으로 사업이 성장하고 있는 지역이다. 전통적인 방식의 골프장 및 골프연습장이 많은 국가이나, 팬더믹 이후 GDR에 대한 관심이 높아지고 있다. 동사는 GDR에 대한 관심 증가 및 신규 골퍼의 유입이 늘어나고 있는 일본의 지역적 특성을 고려하여 GDR 레슨 프랜차이즈를 강화하고 있으며, GDR 성장에 따른 스크린골프 시장의 성장도 기대하고 있다. 동사는 2023년 4월 일본 로손엔터테인먼트와 스크린골프 사업 추진을 위한 MOU를 체결하였으며, 12월 삿포로에 직영매장 '유나이티드 골프존파크'를 오픈했다. 일본법인 매출액은 2019년 매출 78억원 수준에서 2022년 매출액 195억원으로 연평균 35.5% 성장해 나가고 있다.

중국 2021년 독자운영에서 합작운영으로 스크린골프장 직영사업을 전환하면서 중국 현지인들을 대상으로 한 판매 채널 확대를 위해 노력하고 있다. 특히 2023년 7월에는 중국의 주류 기업 마오타이와 제휴하여 스크린골프 대회 '2023 마오타이볼로주'를 오픈하는 등 골프 저변 확대에 집중하고 있다. 중국법인 매출액은 2019년 17억원에서 2022년 216억원으로 직영점 운영방식 변경에 따라 매출액이 크게 성장하였다.

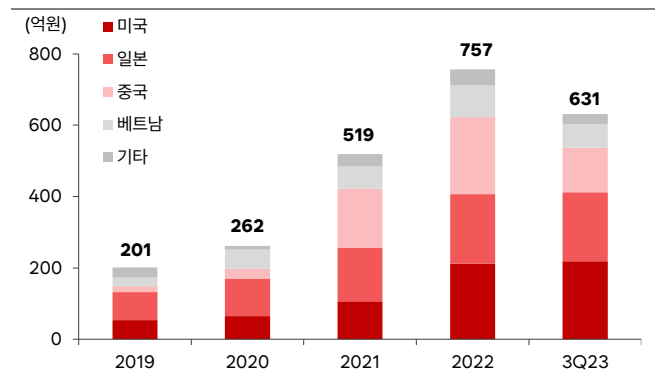
베트남은 초기 골프시장이기 때문에 사업영역 확장의 기회를 엿보고 있는 시장이다. 시뮬레이터 판매를 통한 매출이 확대되고 있으며 직영점 수도 확대하고 있다. 향후에는 골프장, 골프연습장 등의 운영 및 인수 등을 통해 사업영역 확장을 추진할 계획이다. 베트남 법인 매출액은 2019년 24억원에서 2022년 89억원으로 성장하였으며, 직영점 수는 2019년 9개에서 2023년 3분기말 기준 15개까지 확장하였다.

해외 매출비중 증가세



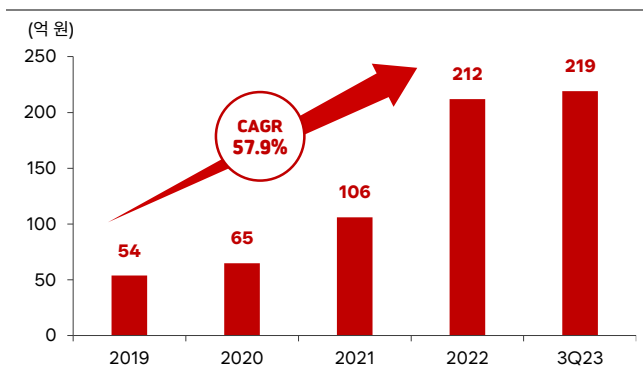
자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

해외 매출액 추이



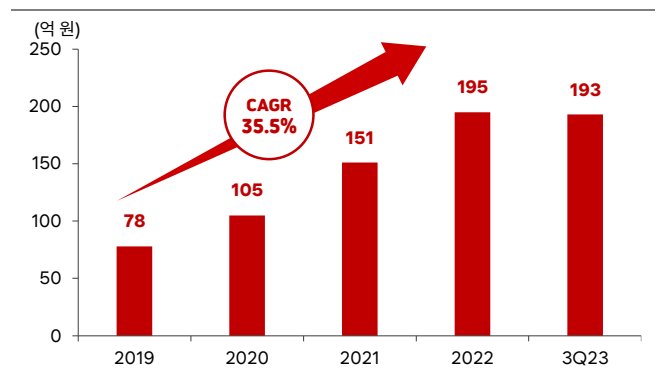
자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국법인 매출 추이



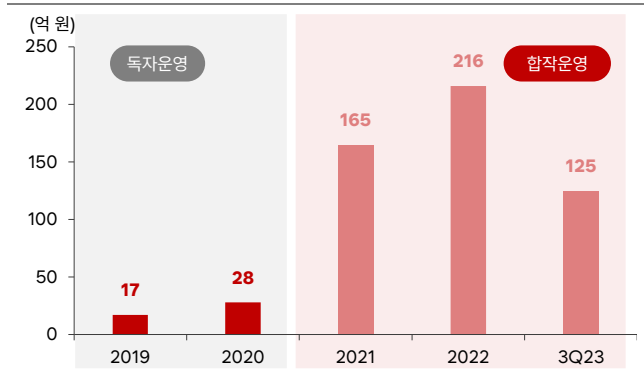
자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

일본법인 매출 추이



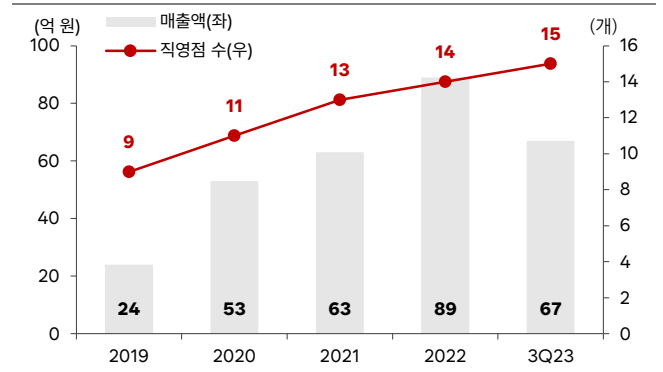
자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국법인 매출 추이



자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터

베트남법인 매출 추이



자료: 골프존, 한국IR협의회 기업리서치센터





## 실적 추이 및 전망

### 2023년 실적 추이

2023년 3분기 누적 실적은 매출액 5,187억원(YoY +8.9%), 영업이익 998억원(YoY -29.3%), 영업이익률 19.2%(전년동기대비 10.4%p 하락), 지배주주순이익 722억원(YoY -35.4%)이며, 2023년 연결기준 실적은 매출액 6,700억원(YoY +8.5%), 영업이익 1,107억원(YoY -25.6%), 영업이익률 16.5%(전년대비 7.6%p 감소), 지배주주순이익 792억원(YoY -30.4%)을 전망한다.

스크린골프 사업부문은 가맹점 수의 증가에 따른 꾸준한 스크린골프 라운드수의 증가 및 골프 시뮬레이터 업그레이드 등으로 인해 전년대비 약 19.3%의 매출 성장이 예상되며, 해외 사업부문도 미국, 일본을 중심으로 높은 매출 성장세를 이어가고 있다.

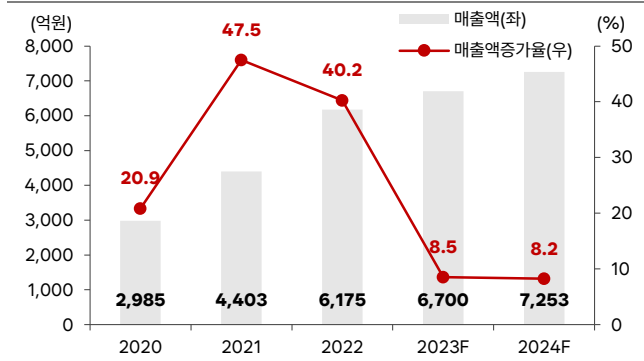
다만 수익성 측면에서 동사는 2022년 3분기부터 모션 플레이트를 강화한 투비전플러스 업그레이드, 2023년 신제품 골프 시뮬레이터 NX 출시에 따른 프로모션 등의 영향으로 매출원가율이 높아진 상황이다. 2022년 상반기까지 동사의 매출원가율은 약 35~37% 수준이었으나, 2022년 3분기부터는 매출원가율이 약 45% 내외로 전년동기대비 거의 10%p 수준이 높아진 상황이다. 동사의 가맹점(약 2,496개) 중 약 70%가 NX로의 업그레이드 신청을 했으며, 2023년 8월부터 순차적으로 기기교체가 진행됨에 따라 기기교체가 완료 예상되는 2024년 상반기까지는 높은 수준의 매출원가율이 이어질 것으로 전망된다.

### 2024년 실적 전망

동사의 2024년 연결기준 실적은 매출액 7,253억원(YoY +8.2%), 영업이익 1,228억원(YoY +10.9%), 영업이익률 16.9%(전년대비 0.4%p 개선), 지배주주순이익 887억원(YoY +12.0%)을 전망한다. 2024년에도 꾸준한 가맹점수 증가 및 NX 교체 효과 등으로 인해 스크린골프 매출은 전년대비 약 8.9% 성장이 예상되며, 해외사업부문은 골프 시뮬레이터 사용 저변 확대와 함께 미국 골프존소셜 3호점 출점, 일본 스크린골프 가맹사업 확장 등을 통한 매출 성장을 이어갈 것으로 전망된다. GDR 사업부문은 2023년부터 골프레슨 시장의 부진으로 인한 경영 효율화가 필요한 상황으로, 동사는 2023년 12월 해당사업부문의 물적분할을 결정하였으며 GDR아카데미 위탁운영 체제 변경 및 사업 효율화를 통한 실적 개선이 기대된다.

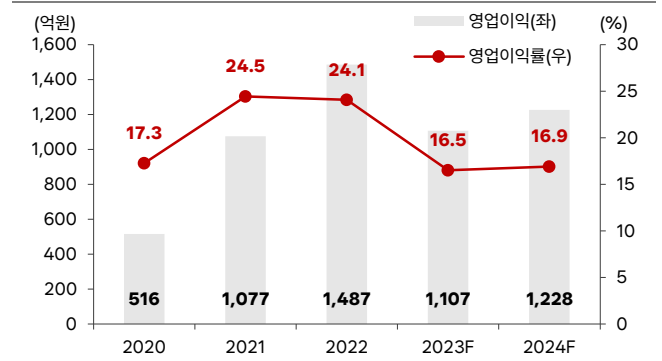
수익성 측면에서는 2023년과 유사하게 NX 업그레이드로 인한 높은 수준의 매출원가율이 반영됨에 따라 영업이익률 16.9% 수준을 전망하며, 대규모 골프 시뮬레이터 업그레이드가 마무리되는 2025년부터는 매출원가율이 예년 수준으로 회귀하며 수익성이 크게 개선될 것으로 전망된다.

매출액 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>2,985</b>	<b>4,403</b>	<b>6,175</b>	<b>6,700</b>	<b>7,253</b>
증가율 (%)	20.9	47.5	40.2	8.5	8.2
스크린골프	2,075	2,640	3,583	4,274	4,653
GDR	385	944	1,255	869	725
해외	262	519	757	841	1,089
기타	263	300	579	715	787
<b>매출원가</b>	<b>1,119</b>	<b>1,550</b>	<b>2,538</b>	<b>2,991</b>	<b>3,287</b>
매출원가율 (%)	37.5	35.2	41.1	44.6	45.3
<b>매출총이익</b>	<b>1,866</b>	<b>2,853</b>	<b>3,637</b>	<b>3,709</b>	<b>3,966</b>
매출총이익률 (%)	62.5	64.8	58.9	55.4	54.7
<b>영업이익</b>	<b>516</b>	<b>1,077</b>	<b>1,487</b>	<b>1,107</b>	<b>1,228</b>
영업이익률 (%)	17.3	24.5	24.1	16.5	16.9
증가율 (%)	59.7	108.8	38.1	-25.6	10.9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>487</b>	<b>1,038</b>	<b>1,481</b>	<b>1,086</b>	<b>1,216</b>
<b>(지배주주)당기순이익</b>	<b>383</b>	<b>763</b>	<b>1,137</b>	<b>792</b>	<b>887</b>

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

## Valuation

### 1 탄탄한 실적 대비 밸류에이션 저평가 구간

**2024년 예상실적을 기준으로 한  
현 주가 밸류에이션 수준은  
PER 5.5배, PBR 1.0배,  
PSR 0.7배**

**최근 5개년 동사의 PBR, PSR  
밴드 차트 상에서 하단 구간에  
위치**

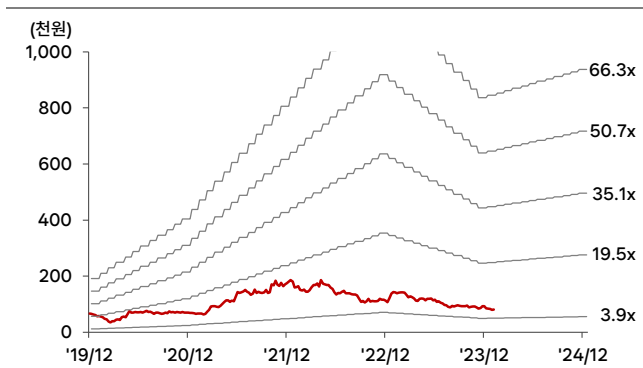
골프존은 골프 시뮬레이터를 기반으로 스크린 골프 및 골프 연습장을 비롯하여 골프와 관련된 토탈 서비스를 제공하는 플랫폼 기업으로 거듭나고 있다. 동사는 국내 골프 시뮬레이터 사업의 독보적 1위 기업으로 국내 경쟁사들 대부분이 비상장 기업임에 따라 국내 동종기업과의 밸류에이션 비교에는 어려움이 있다. 골프존은 국내 스크린골프 사업의 성공 경험을 바탕으로 글로벌 사업을 확장하고 있기 때문에 해외 골프, 레저기업과의 비교가 보다 합리적이라고 판단된다.

해외기업으로는 골프, 레저, 복합엔터테인먼트 등의 유관사업을 전개하고 있는 미국 NYSE 및 NASDAQ에 상장된 4개사를 동종기업으로 선정하여 동사와 밸류에이션을 비교해보고자 한다. 동종기업으로 선정된 4개사는 골프 복합엔터테인먼트 사업을 기반으로 골프 플랫폼 사업을 확장하고 있는 Topgolf Callaway Brands Corp(탑골프 캘러웨이 브랜드), 타이틀리스트, 풋조이, 스카티카메론 등의 브랜드를 보유하고 있는 골프용품 전문기업 Acushnet Holdings Corp(아쿠시네트), 놀거리(오락실 등)와 식음료가 결합된 복합엔터테인먼트 사업을 전개하고 있는 Dave & Buster's Entertainment Inc(데이브앤버스터즈), 미국 최대 볼링센터를 운영하고 있는 볼링 엔터테인먼트 기업 Bowlero Corp(블레로)이다.

동사의 2024년 예상실적인 매출액 7,253억원, 영업이익 1,228억원, 지배주주순이익 887억원을 기준으로 한 현 주가 밸류에이션은 PER 5.5배, PBR 1.0배, ROE 20.0%이다. 해외 동종기업들의 2024년 컨센서스 실적을 기준으로 한 밸류에이션 평균은 PER 23.0배, PBR 5.5배, ROE 22.5% 수준이다. 동사의 현 주가수준은 해외 동종기업들과 비교 시 PER, PBR 측면에서 모두 저평가 구간이라고 판단된다.

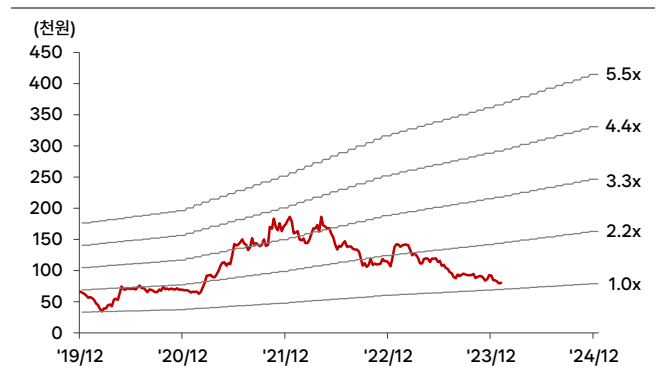
또한 한국 시장과 비교해보면, 동사가 속해 있는 코스닥 시장 밸류에이션 PER 34.2배, PBR 2.5배 대비 절대적인 저평가 구간이나, 코스닥 경기관련소비재 섹터 밸류에이션인 PER 6.3배, PBR 0.7배 대비해서는 PER은 저평가, PBR은 고평가 구간이다. 다만 현 주가수준은 동사의 최근 5개년 PBR, PSR 밴드 차트 상 하단 구간에 위치하고 있다.

PER 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 달러, 억원, 백만달러, %, 배)

	골프존	Topgolf Callaway Brands	Acushnet Holdings Corp	Dave & Buster's Entertainment	Bowlero Corp
주가(원, 달러) 2024년 2월 7일 종가 기준	78,400	13.07	63.78	53.58	13.43
시가총액 (억원, 백만달러)	4,920	2,412	4,170	2,153	2,032
자산총계 (억원, 백만달러)	2021 4,836 2022 5,895 2023E 6,495 2024E 7,238	7,748 8,590 9,171 9,552	2,006 2,194 2,196 2,243	2,346 3,761 3,723 3,755	1,854 2,841 3,039 3,104
자본총계 (억원, 백만달러)	2021 2,919 2022 3,732 2023E 4,233 2024E 4,827	3,683 3,774 3,874 3,912	1,043 939 831 886	275 411 323 408	192 300 119 175
매출액 (억원, 백만달러)	2021 4,403 2022 6,175 2023E 6,700 2024E 7,253	3,133 3,996 4,252 4,548	2,148 2,270 2,400 2,460	1,304 1,964 2,214 2,369	912 1,059 1,155 1,260
영업이익 (억원, 백만달러)	2021 1,077 2022 1,487 2023E 1,107 2024E 1,228	205 257 284 319	260 282 289 300	182 261 310 329	117 202 210 265
영업이익률(%)	2021 24.5 2022 24.1 2023E 16.5 2024E 16.9	6.5 6.4 6.7 7.0	12.1 12.4 12.1 12.2	13.9 13.3 14.0 13.9	12.8 19.1 18.2 21.0
지배주주순이익 (억원, 백만달러)	2021 763 2022 1,137 2023E 792 2024E 887	322 158 82 74	179 199 202 203	109 137 138 171	-30 82 97 78
ROE(%)	2021 29.8 2022 35.0 2023E 20.4 2024E 20.0	14.8 4.2 2.1 1.5	17.7 20.1 23.1 24.7	50.7 40.0 46.0 55.2	-11.5 33.4 15.7 8.4
PER(배)	2021 14.4 2022 6.2 2023E 7.3 2024E 5.5	15.9 23.1 29.4 32.5	21.8 15.0 20.7 20.5	17.1 12.5 15.6 12.6	N/A 27.2 20.9 26.2
PBR(배)	2021 3.8 2022 2.0 2023E 1.4 2024E 1.0	1.4 1.0 0.6 0.6	3.7 3.2 5.0 4.7	6.8 4.2 6.7 5.3	7.8 7.5 17.1 11.6
PSR(배)	2021 2.5 2022 1.2 2023E 0.9 2024E 0.7	1.6 0.9 0.6 0.5	1.8 1.3 1.7 1.7	1.4 0.9 1.0 0.9	1.6 2.1 1.8 1.6

주: 해외 동종기업의 2023년, 2024년 예상실적은 컨센서스 적용

자료: Quantwise, Refinitive, 한국IR협의회 기업리서치센터

## ⚠ 리스크 요인

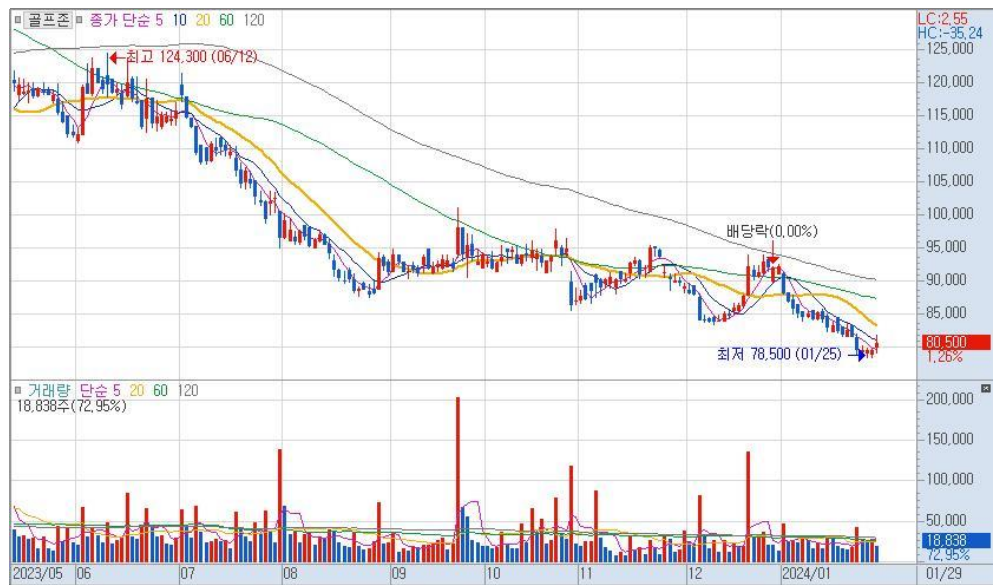
### 📌 주요 기관투자자의 지분 축소

#### 주요 기관투자자의 지분 축소로 주가 약세

KB자산운용은 동사의 오랜 주요 기관투자자이다. 2015년 동사가 골프존뉴딘홀딩스((구)골프존)으로부터 물적분할 후 신규상장한 시점에도 동사의 주식 2069%의 지분을 보유하고 있었다. KB자산운용은 골프존의 안정적인 재무구조와 뛰어난 현금창출능력 등을 바탕으로 운용중인 주요 펀드상품들에 골프존이 높은 비중으로 편입되어 있는 상황이다.

하지만 최근 KB자산운용의 급격한 지분변동이 발생하고 있다. KB자산운용의 골프존 보유 주식수는 2023년 6월말 기준 822,694주(13.11%)에서 2023년 12월말 기준 636,730주(10.15%)로 6개월간 약 2.96%의 지분이 감소하였으며, 1월 31일 기준 공시 기준으로도 2023년 연말대비 약 13만주(지분율 2.12%)의 주식수가 감소하였다. 이는 골프존 펀더멘털 악화와 같은 요인이 아닌 KB자산운용의 펀드 리밸런싱으로 인한 보유 비중 감소로 추정되며, 해당 지분축소가 마무리되기 전까지는 주가 약세가 전망된다.

골프존 2023년 6월 이후 주가차트 일봉 추이



자료: 키움증권 HTS, 한국R협의회 기업리서치센터

KB자산운용 주식등의 대량보유상황보고서 변동내역(2023년 6월말 이후)

(단위: 주, %)

기준일	보유주식수(주)	지분율(%)	매도주식수(주)
2023-06-30	822,694	13.11	
2023-07-31	804,516	12.82	-18,178
2023-08-31	801,063	12.77	-3,453
2023-09-30	773,663	12.33	-27,400
2023-10-31	707,482	11.27	-66,181
2023-11-30	708,299	11.29	817
2023-12-31	636,730	10.15	-71,569
2024-01-31	503,957	8.03	-132,773

자료: DART, 한국R협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,985	4,403	6,175	6,700	7,253
증가율(%)	20.9	47.5	40.2	8.5	8.2
매출원가	1,119	1,550	2,538	2,991	3,287
매출원가율(%)	37.5	35.2	41.1	44.6	45.3
매출총이익	1,866	2,853	3,637	3,709	3,966
매출이익률(%)	62.5	64.8	58.9	55.4	54.7
판매관리비	1,351	1,777	2,150	2,603	2,738
판매비율(%)	45.3	40.4	34.8	38.9	37.7
EBITDA	846	1,448	1,907	1,469	1,584
EBITDA 이익률(%)	28.3	32.9	30.9	21.9	21.8
증가율(%)	61.9	71.2	31.7	-22.9	7.8
영업이익	516	1,077	1,487	1,107	1,228
영업이익률(%)	17.3	24.5	24.1	16.5	16.9
증가율(%)	59.7	108.8	38.1	-25.6	10.9
영업외손익	-29	-39	-6	-21	-11
금융수익	18	16	42	81	27
금융비용	15	19	51	20	20
기타영업외손익	-32	-36	4	-83	-18
중속/관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	487	1,038	1,481	1,086	1,216
증가율(%)	63.2	113.0	42.8	-26.7	12.0
법인세비용	112	273	366	309	346
계속사업이익	375	764	1,116	777	870
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	375	764	1,116	777	870
당기순이익률(%)	12.6	17.4	18.1	11.6	12.0
증가율(%)	131.3	103.9	45.9	-30.4	12.0
지배주주지분 순이익	383	763	1,137	792	887

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	874	1,361	1,339	1,009	1,273
당기순이익	375	764	1,116	777	870
유형자산 상각비	298	343	378	300	297
무형자산 상각비	32	28	42	63	60
외환손익	4	0	16	0	0
운전자본의감소(증가)	122	47	-241	-60	36
기타	43	179	28	-71	10
투자활동으로인한현금흐름	-526	-637	-599	-381	-201
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-0	-0
유형자산의 감소	7	18	33	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-153	-125	-296	-416	-200
기타	-380	-530	-336	35	-1
재무활동으로인한현금흐름	-253	-296	-538	-279	-259
차입금의 증가(감소)	-8	0	-5	-4	17
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-129	-157	-220	-276	-276
기타	-116	-139	-313	1	0
기타현금흐름	-20	11	-9	306	-14
현금의증가(감소)	75	438	194	655	799
기초현금	160	252	690	884	1,539
기말현금	235	690	884	1,539	2,338

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	1,181	2,424	3,067	3,590	4,489
현금성자산	235	690	884	1,539	2,338
단기투자자산	577	1,123	1,152	853	854
매출채권	166	232	321	349	377
재고자산	104	252	478	598	647
기타유동자산	99	127	232	252	273
비유동자산	2,492	2,412	2,828	2,905	2,749
유형자산	1,174	1,143	1,281	1,398	1,301
무형자산	208	208	528	489	429
투자자산	54	1	5	5	6
기타비유동자산	1,056	1,060	1,014	1,013	1,013
자산총계	3,673	4,836	5,895	6,495	7,238
유동부채	809	1,302	1,572	1,700	1,835
단기차입금	0	0	67	67	67
매입채무	41	75	184	200	216
기타유동부채	768	1,227	1,321	1,433	1,552
비유동부채	608	615	592	562	576
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	608	615	592	562	576
부채총계	1,417	1,917	2,164	2,262	2,410
지배주주지분	2,246	2,878	3,620	4,136	4,747
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	688	688	688	688	688
자본조정 등	32	46	-128	-128	-128
기타포괄이익누계액	-32	-19	-20	-20	-20
이익잉여금	1,525	2,132	3,048	3,564	4,175
자본총계	2,256	2,919	3,732	4,233	4,827

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	11.4	14.4	6.2	7.3	5.5
P/B(배)	1.9	3.8	2.0	1.4	1.0
P/S(배)	1.5	2.5	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	5.0	6.8	3.1	2.8	1.6
배당수익률(%)	3.6	2.0	4.0	4.9	5.7
EPS(원)	6,098	12,161	18,123	12,620	14,140
BPS(원)	35,785	45,869	57,682	65,907	75,652
SPS(원)	47,570	70,164	98,402	106,772	115,579
DPS(원)	2,500	3,500	4,500	4,500	4,500
수익성(%)					
ROE	18.0	29.8	35.0	20.4	20.0
ROA	11.0	18.0	20.8	12.5	12.7
ROIC	32.8	79.3	95.7	49.2	55.3
안정성(%)					
유동비율	146.0	186.2	195.1	211.2	244.7
부채비율	62.8	65.7	58.0	53.4	49.9
순차입금비율	-5.8	-39.5	-36.4	-40.6	-51.8
이자보상배율	34.1	72.1	79.1	58.2	64.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	18.0	22.1	22.3	20.0	20.0
재고자산회전율	28.0	24.7	16.9	12.5	11.7

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
골프존	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/irsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.