



한국IR협회의

기업리서치센터 기업분석 | 2025.06.09



KOSDAQ | 자본재

**KX** (122450)

캐시카우를 기반으로 기회를 확장하다

### 기업가치 제고 계획 및 이행상황

- 기업가치 제고 계획 발표(2025년 2월 21일 공시)
  - 2025년 배당, 자사주 매입, 자사주 소각 및 IR 소통 강화 등 적극적 기업가치 제고 정책 시행
  - 특히, 2025년 2분기 중 자기주식 매입 및 소각 예정
  - 또한 IR, PR 강화를 통한 소통 확대, 공시 투명성 강화
- 기업가치 제고 이행상황
  - 2025년 4월 22일 20억원 규모의 자기주식 취득 결정 공시 및 2025년 5월 20일 총 516,130주 취득 완료
  - 2025년 4월 22일 주식 소각 결정 공시 및 2025년 5월 30일 기준 516,130주 주식 소각 완료



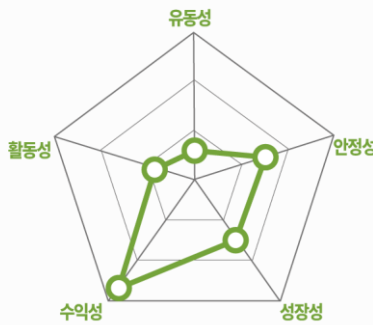
### 체크포인트

- 글로벌 레저 전문기업으로의 도약: 베트남 후에 복합 골프레저단지 연내 착공 돌입 및 추가 해외 골프장 인수 및 운영 기대
- 미래전략실 강화를 통한 신규 사업군 다각적 검토 진행중. 추가적인 M&A 통한 성장 동력 확보 전략으로 밸류에이션 리레이팅 기대
- 2025년 예상실적 기준 주가 밸류에이션은 PER 9.0배, PBR 0.5배 수준. 꾸준한 기업가치제고 및 주주환원정책 이행 통한 기업가치 상승 기대

### 주가 및 주요이벤트

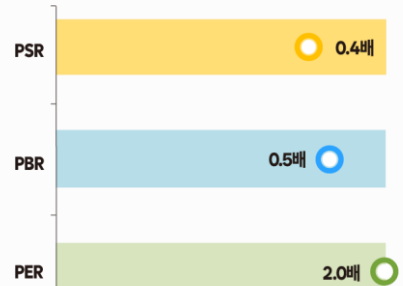


### 재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류상 산업재산업 내 등급화

### 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 4Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr

RA 정수현 sh.jeong@kirs.or.kr

### 글로벌 레저 사업 확장을 통한 성장 모멘텀

KX는 신라CC, 파주CC, 클럽72 등 수도권과 인접한 주요 골프장을 운영하는 국내 상위권의 골프장 운영사로, 국내 레저사업의 성공을 바탕으로 글로벌 레저사업 확장을 추진중. 베트남 후에 복합 골프레저단지지는 빠르면 2025년 연내 착공에 돌입할 전망이며, 이외에도 아시아 지역의 추가 해외 골프장 인수 및 운영을 통해 글로벌 레저 전문기업으로의 입지를 강화해 나갈 것으로 전망됨. 국내에서 축적된 성공적인 운영경험과 수익모델을 바탕으로 해외 골프장 인수 및 위탁 운영을 통해 글로벌 레저 전문기업으로의 도약 기대됨

### M&A를 통한 성장동력 확보로 밸류에이션 리레이팅 기대

KX는 방송송출 및 채널운영사업을 근간으로 골프레저, IT-제조 분야로 사업영역을 확장하며 안정적인 사업 포트폴리오를 구축. 2016년 KX하이텍(반도체 패키징), 2017년 KX인텍(셋톱박스) 인수를 통해 IT-제조 분야로 외연 확장, 동시에 신라CC(2016), 파주CC(2017) 인수를 통해 레저골프 사업 본격화. 특히 2018년 인수한 떼제베CC는 2024년 약 800억원 차익 실현하며 매각 완료. 동사는 이를 통해 M&A 발굴-보유-매각 전 과정을 효율적으로 수행하는 투자형 지주회사로서의 역량을 입증. 최근에도 미래전략실 강화를 통해 신규 사업군에 대한 다각적 검토를 진행하고 있으며, M&A를 통한 성장 동력 확보 전략을 통해 밸류에이션 리레이팅이 기대됨

### 밸류업 프로그램을 통한 기업가치 상승 기대

동사는 2025년 2월 21일 기업가치 제고 계획 공시를 통해 자기주식 매입 및 소각, IR 소통 강화를 통한 적극적인 주주환원 추진 및 기업가치 제고 목표를 제시. 동사의 2025년 예상실적 매출액 3,848억원, 영업이익 554억원, 지배주주순이익 201억원 기준 주가 밸류에이션은 PER 9.0배, PBR 0.5배 수준으로, 꾸준한 기업가치 제고 전략과 주주환원정책 이행을 통해 기업가치 상승이 기대됨

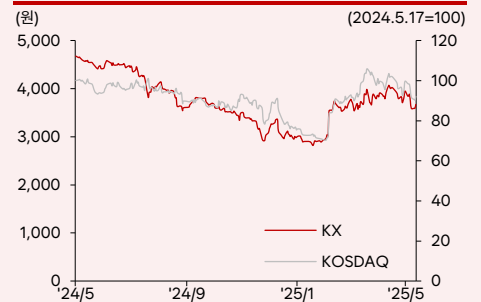
### Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	2,889	3,263	4,031	4,038	3,848
YoY(%)	4.4	12.9	23.5	0.2	-4.7
영업이익(억원)	741	786	620	597	554
OP 마진(%)	25.6	24.1	15.4	14.8	14.4
지배주주순이익(억원)	392	205	175	826	201
EPS(원)	865	451	385	1,822	447
YoY(%)	20.4	-47.8	-14.7	373.2	-75.5
PER(배)	9.4	11.5	13.3	1.7	9.0
PSR(배)	1.3	0.7	0.6	0.3	0.5
EV/EBITDA(배)	7.3	5.7	4.3	2.7	3.1
PBR(배)	1.6	0.9	0.9	0.4	0.5
ROE(%)	15.6	8.4	6.8	27.1	5.6
배당수익률(%)	0.0	3.2	3.9	6.3	4.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (6/4)	4,025원
52주 최고가	4,580원
52주 최저가	2,820원
KOSDAQ (6/4)	750.21p
자본금	228억원
시가총액	1,825억원
액면가	500원
발행주식수	45백만주
일평균 거래량 (60일)	17만주
일평균 거래액 (60일)	7억원
외국인지분율	14.1%
주요주주	최상주 외 27인 53.31%



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.1	26.4	-11.3
상대주가	-3.7	14.1	-0.0

▶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 밸류업 공시 법안 주주가치 존중 기업문화로의 변화를 위해 자발적으로 기업가치 제고 노력을 하는 기업. 기업가치 제고 계획을 자율적으로 수립하고, 이행하며 투자자와 소통하는 기업

# 기업 개요

## 회사 개요

**방송송출 및 채널 운영사업 근간  
골프레저, IT·제조 분야로  
사업영역을 확장하며  
안정적인 사업 포트폴리오 구축**

KX이노베이션('KX')은 2000년 설립된 방송 송출 및 채널 운영 전문기업이다. 당사는 방송프로그램송출 및 방송채널 운영사업을 근간으로 골프레저, IT·제조 분야로 사업영역을 확장하며 안정적인 사업 포트폴리오를 구축하고 있다. 당사는 2002년 제3세계 영화채널의 개국을 통해 방송채널(PP)사업을 시작하였으며, 2003년 자체장비를 확보하면서 송출 사업을 추가한 후 지속적인 성장을 거듭하여 현재 케이블, IP, 위성TV 국내 송출사업자 1위 지위를 유지하고 있다. 2011년 코스닥 시장에 상장한 KX는 2010년대 중반부터 방송 사업을 근간으로 확보한 자금력을 바탕으로 사업 확장을 본격화하였다. 반도체 패키징 제품 제조사 KX하이텍(2016년), 셋톱박스 제조사 KX인텍(2017년)을 인수하며 IT·제조 부문으로 사업을 확장하였으며, 신라CC(2016년), 파주CC(2017년)를 인수하여 골프레저 부문으로 사업을 다각화 하였다. 특히, 2018년 인수한 떼제베CC는 운영 효율화를 통해 기업가치가 크게 상승하였으며, 당사는 2024년 9월 떼제베CC 매각 완료를 통해 약 800억원의 투자수익을 거두면서 M&A에 강점을 둔 투자형 지주사로 거듭나고 있다.

2025년 3월말 기준 당사의 최대주주는 최상주 회장(지분율 17.7%)이며, (주)알파플러스 17.5%, 문금주 6.2%, (주)제이더블유씨인터내셔널 5.5% 등을 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분은 55.0%이다. 당사는 자기주식 2,002,751주(4.4%)를 보유하고 있으며, 2025년 4월 22일자 공시를 통해 주주가치 제고를 목적으로 자기주식 516,130주(1.1%) 취득 및 소각 결정을 발표하였다. 2025년 5월 30일 기준, 당사는 자기주식 516,130주(약 20억원 규모)를 취득 및 전량 소각 완료하였다.

2025년 3월 말 기준, 당사는 12개의 자회사 및 7개의 손자회사를 포함한 총 19개의 종속회사를 보유하고 있다. 당사는 종속회사인 (주)신라레저(신라컨트리클럽), (주)파주컨트리클럽을 통해 골프장 및 제반사업을 직접 및 위탁운영 하고 있으며, (주)KX하이텍을 통해 반도체 칩 및 SSD 공정에 필요한 반도체 재료/SSD 케이스 등을 제조 및 판매하며 방송, 골프레저, IT·제조 분야의 안정적인 사업 포트폴리오를 구축하고 있다.

## 회사 연혁

2000~2010 방송 사업 강화	2011~2019 M&A를 통한 사업 확대	2022~ 새로운 출발
<ul style="list-style-type: none"> <li>2000 KX이노베이션(舊 KMH) 설립</li> <li>2001 제3영화채널 SkyLife 채널 사용사업자 선정</li> <li>2002 본방송 개국(제3영화채널 등)</li> <li>2003 방송송출사업 양수 (투원미디어 송출사업부)</li> <li>2004 채널명 변경(제3영화 → Mplex채널)</li> <li>2007 (주)원TV 인수</li> <li>2008 방송송출사업 양수 (M&amp;C퍼위텍 송출사업)</li> <li>KT IPTV 채널사업자 선정 (Mplex)</li> <li>2009 SK브로드엔TV, myLGtvPTV(Mplex) 론칭</li> <li>자회사 (주)원TV와 합병</li> <li>2010 (주)엔씨네트미디어 설립(유료채널 사업부문 인적분할)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2011 코스닥 시장 상장</li> <li>2016 KX하이텍 인수</li> <li>신라CC 인수</li> <li>2017 파주CC 인수</li> <li>KX인텍 인수</li> <li>다큐엔터테인먼트 채널 다류원 론칭</li> <li>2018 떼제베CC 인수</li> <li>2019 넥스지 종속회사 편입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022 사명 변경(KMH → KX)</li> <li>2023 영종도 물량72 위탁 운영</li> <li>리얼TV 채널 인수</li> <li>2024 KX엔터테인먼트 인수</li> <li>떼제베CC 매각 완료</li> <li>2025 밸류업 공시</li> <li>자사주 매입 및 소각 공시</li> </ul>

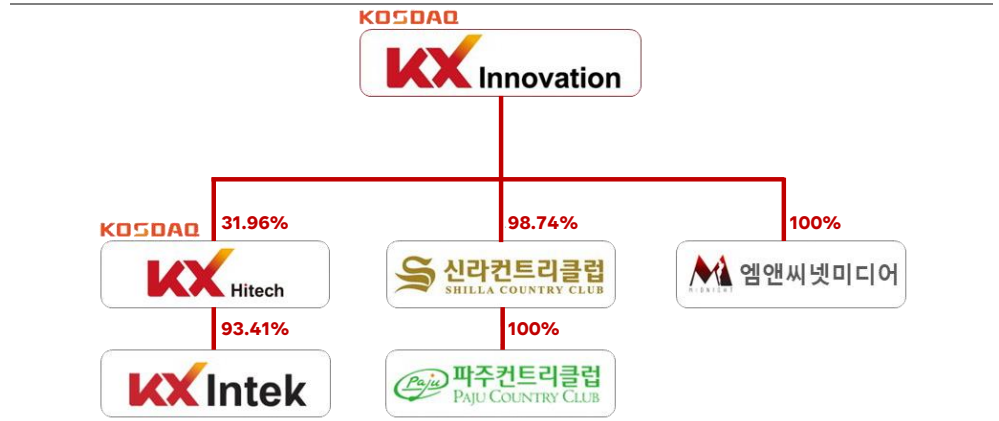
자료: KX, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업 영역



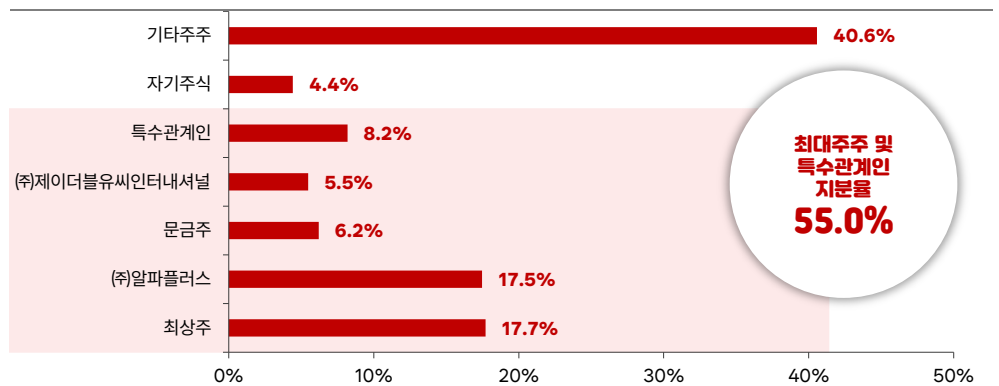
자료: KX, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속기업 계통도(2025년 3월말 기준)



자료: KX, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주현황(2025년 3월말 기준)



주: 2025년 4월 22일자 공시를 통해 자기주식 516,130주(1.1%) 취득 및 소각 결정을 발표. 2025년 5월 30일 기준 취득 및 전량 소각 완료

자료: KX, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 주요 사업부문

KX는 본업인 방송 사업을 포함해 골프·레저, IT 제조, 기타 부문까지 아우르는 다각화된 사업 포트폴리오를 구축하고 있다. 동사의 주요 사업부문은 방송부문, 레저부문, 반도체재료 등으로 구분되며, 2024년 연결 매출액 4,038억원 기준으로 부문별 매출비중은 방송부문 11%, 레저부문 46%, 반도체재료 등 33%, 기타 20%, 연결 제거 -10%로 구성된다. 동사는 공시상으로 사업 부문별 실적을 구분해 제시하고는 있으나 이는 연결 제거 전 기준으로, 각 사업의 수익성과 성과 기여도를 명확히 분석하는 데에 어려움이 있다. 또한 각 사업부문은 실질적으로 종속기업 단위로 운영되고 있기 때문에, 여기서는 주요 종속기업을 중심으로 사업내용 및 실적 흐름을 살펴보고자 한다.

### (1) KX: 방송 부문

#### 채널 공급 및 송출 대행

KX의 방송 사업부문은 채널 공급과 송출 대행으로 구성된다. 동사는 2000년 PP(Program Provider, 방송채널사용사업자) 사업자 등록을 마치고 PP사업을 진행하고 있으며, 드라마, 영화, 다큐, 예능 등 다양한 장르의 케이블 채널 운영 및 국내 최고 수준의 방송 송출 서비스를 제공하는 국내 1위 송출사업자 지위를 유지하고 있다.

#### 채널 공급

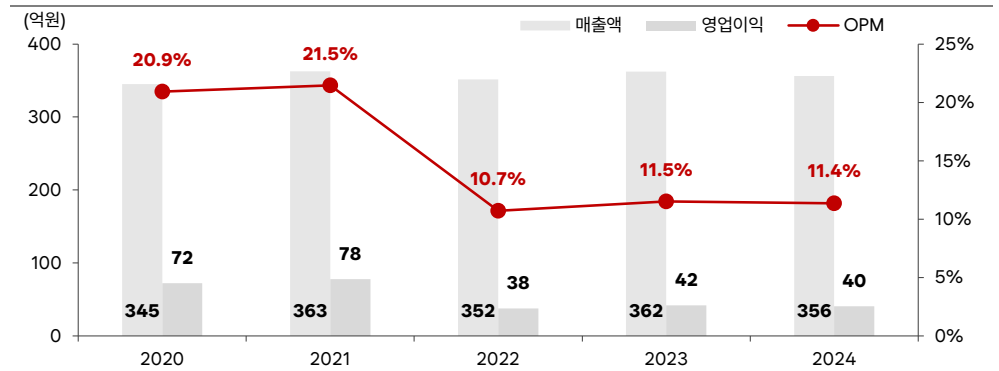
방송채널(PP) 부문은 영화, 드라마, 다큐멘터리 등 경쟁력 있는 다양한 콘텐츠를 기반으로 케이블, IPTV, 위성 등 모든 방송 플랫폼을 통해 채널수신 및 채널광고 서비스사업을 영위하고 있다. 동사는 대표적으로 드라마/오락 전문채널인 Done(디원), 국내 대표 영화 채널 Mplex(엠플렉스), 다큐, 리얼리티, 예능 등의 하이브리드 채널 X-one(엑스원), 국내 유일 리얼리티 다큐멘터리 채널 REAL TV(리얼TV) 등을 운영하고 있다.

#### 송출 대행

송출 대행 부문은 PP로부터 수신한 프로그램을 파일 변환, 아카이빙, 송출 등의 과정을 거쳐 케이블TV나 위성방송 등 플랫폼 사업자에게 전송하는 역할을 수행하며, 송출 수수료 및 광고 수익이 주요 수익원이다. 동사는 최첨단 시설 인프라 구축 및 자체 개발한 송출 기술을 활용하여 방송사업의 안정적인 운영과 최고의 시너지 창출을 위한 서비스를 제공하고 있다.

최근 OTT 시장의 확산과 미디어 소비 환경 변화 속에서, 동사의 방송 사업 부문 역시 저성장 및 수익성 저하 국면에 직면하고 있다. 별도 기준, KX이노베이션 매출액은 2020~2024년간 연평균 0.8% 성장에 그쳤으며, 동기간 영업이익률은 20.9%에서 11.4%로 약 9.5%p 하락하였다. 비우호적인 환경이 당분간 이어질 것으로 예상되는 가운데, 동사는 자체 채널 공급 확대와 송출 대행 비용 효율화 등을 통해 안정적인 수익 유지에 주력할 계획이다.

KX이노베이션 매출액 및 영업이익 추이(별도 기준)



자료: KX, 한국R협의회 기업리서치센터

**골프장 및 제반 사업을  
직접 운영 및 위탁 운영**

**(2) 신라레저: 레저 부문**

동사는 종속회사 (주)신라레저, (주)파주컨트리클럽을 통해 골프장 및 제반 사업을 직접 운영 및 위탁 운영하고 있다. 골프장 운영업은 골퍼들에게 골프 플레이가 가능한 장소, 각종 식음 서비스 및 편의시설을 제공하는 종합 스포츠 서비스 산업이다. 동사는 뛰어난 접근성 및 경관을 보유한 골프 코스를 기반으로 한 대중형 골프장을 운영하고 있으며, 주 수익원으로는 1) 골프장 입장료, 2) 골프카 렌탈, 3) F&B 판매, 4) 기타 부대시설의 임대사업 등으로 구성된다.

(주)신라레저(신라CC)는 경기도 여주시에 소재한 27홀의 대중형 골프장이며, 신라레저는 2023년 4월부터는 인천에 소재한 국내 최대 대중형 골프장인 클럽72(인천 영종도, 72홀)를 위탁 운영하고 있다. (주)파주컨트리클럽(파주CC)은 경기도 파주시에 소재한 18홀 대중형 골프장이다.

뛰어난 접근성과 수려한 자연경관을 갖춘 골프장 운영을 통해 신라레저는 그린피, 카트비, 클럽하우스 내 F&B(식음료) 매출 등 주요 수익원에서의 꾸준한 성장세를 보이며, 최근 5년간 연평균 두 자릿수의 매출액 성장률(39.3%)을 기록하였다. 특히, 코로나19 기간 동안 MZ세대를 중심으로 신규 골프 인구가 급격히 유입되면서, 수도권 내 골프장을 운영하는 신라레저는 큰 수혜를 누렸다. 3부제 운영, 그린피·카트비 인상 등이 맞물리면서 2020~2022년 동안 매출액은 연평균 48.8%라는 폭발적인 성장세를 보였고, 영업이익률 역시 40%대 중반을 기록하면서 양적·질적 동반 성장이 동반되었다. 그러나, 2023년부터는 고금리·고물가 기조로 인해 여가사치 소비 지출이 위축되면서, 국내 골프 수요도 점차 둔화되는 흐름을 보였다. 이에 따라, 그린피 조정 등 단가 인하 정책이 불가피해졌고, 영업이익률은 20%대 초반으로 하락하며 수익성 측면에서 조정 국면에 진입하였다.

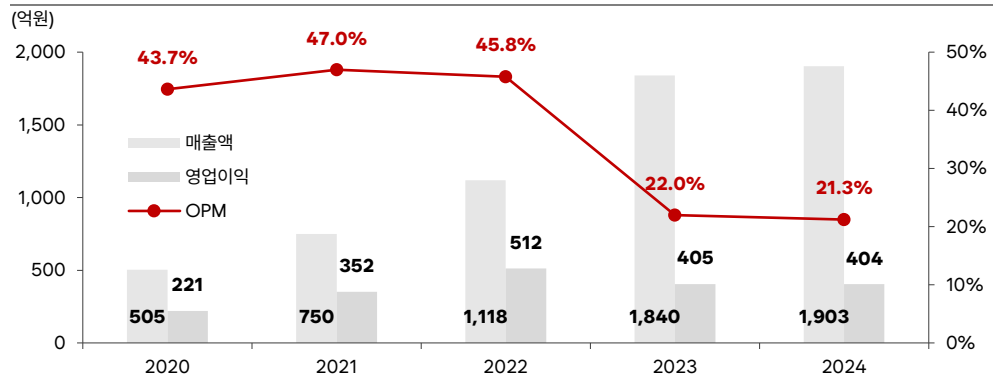
이러한 환경 속에서 2023년 4월부터 시작된 클럽72 위탁 운영은 신라레저의 외형 확대에 기여하며, 골프 수요 둔화 국면에서도 매출 성장세를 일정 수준 유지할 수 있었던 주요 요인으로 작용하고 있다. 한편, 2024년 4분기부터는 기존 보유 골프장인 떼제베CC의 매각 완료로 인해 매출 공백이 불가피하게 발생하였다. 떼제베CC는 2023년 기준 연간 449억원의 매출을 창출하였으며, 2024년 중단 영업 기준으로는 313억원의 매출을 기록한 후 매각되었다. 다만, 떼제베CC 매각을 통해 약 800억원 규모의 일회성 매각 차이가 발생하였으며, 이는 현재 동사가 골프 사업 해외 진출을 검토하는 시점에서 재무적 유연성 제고 및 자금 조달 부담 완화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

신라레저 운영 골프장 현황

전경			
	<b>명칭</b>	<b>신라CC</b>	<b>파주CC</b>
<b>소재</b>	경기도 여주	경기도 파주	인천 영종도
<b>규모</b>	27홀	18홀	72홀
<b>운영</b>	직접 운영	직접 운영	위탁 운영

자료: KX이노베이션, 한국R협회의 기업리서치센터

신라CC 매출액 및 영업이익 추이



주: 직접운영 형태에서, 2023년부터 수익성이 상대적으로 낮은 위탁운영(클럽72)이 반영됨에 따라 영업이익률이 전년 대비 하락함

자료: KX, 한국R협회의 기업리서치센터

(3) KX하이텍: 반도체 재료 등

- (주)KX하이텍: 반도체 재료, SSD 케이스 등을 제조 및 판매
- (주)KX인텍: 방송 수신기 및 전자제품, 방송장비 제조 및 판매

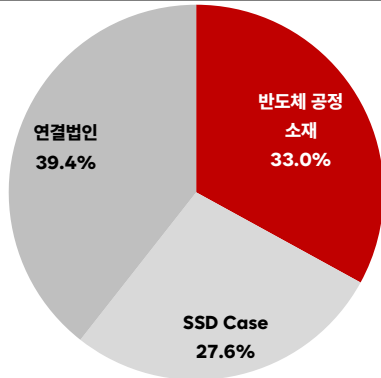
동사는 종속회사 (주)KX하이텍을 통해 반도체 칩 및 SSD 공정에 필요한 반도체 재료, SSD 케이스 등을 제조 및 판매하고 있으며, (주)KX인텍을 통해 방송 수신기 및 전자제품, 방송장비 등을 제조 및 판매하고 있다.

KX하이텍은 반도체 재료 사업과 SSD 사업을 영위하고 있으며, 주요 고객사로는 삼성전자, SK하이닉스, Micron, 하나마이크론, SFA 반도체 등을 보유하고 있다. 반도체 재료 사업부문은 주로 플라스틱 사출 기반의 반도체 부품 소재를 생산한다. 주요 제품으로는 IC Tray, Module Tray, Carrier Tape, Wafer Ring Carrier 등이 있다. Tray 제품은 외부 충격이나 전자파로부터 보호할 수 있게 제작된 플라스틱 진공성형 제품으로 IC Tray는 패키징된 칩의 Shipping용 부자재이며 Module Tray는 모듈용 Shipping 부자재이다. Carrier Tape는 운송 및 저장 중 물리적인 힘이나 ESD로부터 제품을 보호하기 위한 포장재로 주로 부품을 PCB에 자동으로 삽입하기 위해 사용된다. Wafer Ring Carrier는 Sawing 공정 후 Wafer에 Ring을 부착하여 제작된 Wafer Ring을 보관하여 이송하기 위한 박스이다.

SSD(Solid State Drive, 데이터 저장장치) 사업은 SSD Enclosure와 Turnkey Box로 구분된다. SSD Enclosure는 SSD 금속 케이스를 제작하여 삼성전자, SK하이닉스, Micron 등 메모리 업체에 공급한다. Turnkey Box는 SSD를 보호케이스, 사용설명서, 제품라벨 등 일괄 포장된 제품을 공급하며 주요 고객사는 삼성전자이다.

KX하이텍은 2021년 사업 다각화를 위해 KX인텍을 인수하였다. KX인텍은 디지털 위성방송 수신기(셋탑박스)와 같은 방송수신기를 제조 및 판매하는 법인으로 OTT 셋탑박스 매출이 주를 이룬다. 국내에서는 SK브로드밴드, LG유플러스, KT Skylife 등을 주요 고객사로 확보하고 있으며, 해외로는 앙골라, 탄자니아, 아르헨티나 등 30여 개국에 수출하고 있다.

KX하이텍 품목별 매출 비중(2024년 연결 기준)



자료: KX하이텍, 한국IR협회의 기업리서치센터

반도체 공정 소재 및 SSD Case 제품 라인업



자료: KX하이텍, 한국IR협회의 기업리서치센터

KX하이텍은 2020~2022년 사이 별도 기준, 연평균 20.2%의 고성장세를 이어가며 매출액이 747억원에서 1,079억원으로 증가하였다. 하지만 2022년 하반기부터 시작된 메모리 반도체 수요 위축 및 고객사의 재고조정 등에 기인하여 2023년에는 매출액이 감소하였으며, 2024년에도 2022년 수준을 회복하지는 못하고 있는 상황이다. 다만, 최근 생성형 AI 산업의 고성장과 함께 고대역폭 메모리(HBM)에 대한 수요가 급증하고 있는 점은 긍정적이다. HBM은 고난도 패키징 기술과 고품질 후공정 역량이 필수적인 제품군으로, 이에 대응 가능한 기술력과 생산기반을 보유한 KX하이텍의 구조적 수혜 가능성이 주목된다.

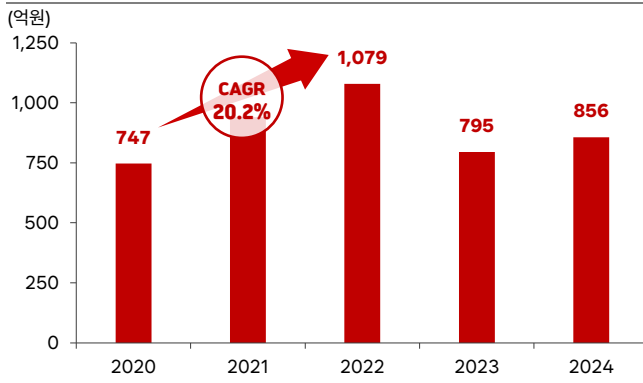
매출 성장 측면에서는 다소 아쉬운 흐름을 보였으나, KX하이텍은 2024년부터 기존 국내(충남 아산) SSD 케이스 생산 라인을 베트남 박닌 현지법인으로 이전하면서 인건비 등의 원가 절감 중심의 마진 개선 전략을 본격화하였다. 실제 KX하이텍 별도 기준, 매출액 대비 영업비용(매출원가 및 판매관리비) 내 인건비(급여, 퇴직급여, 복리후생비) 비중은 2023년 12.0%에서 2024년 10.2%로 감소하면서, 동기간 영업이익률이 2023년 1.8%에서 2024년 6.2%로 4.4%p 개선되는데 기여했다. 특히, 2025년에는 생산 라인 이전 효과가 온기로 반영되는 만큼, 비용 효율 기반의 이익 주도형 성장 기조를 이어갈 수 있을 것으로 기대된다.

KX인텍은 2023년 매출액 783억원, 영업이익 54억원을 기록하며 역대 최대 실적을 달성하였다. 하지만 2024년에는 셋탑박스 시장 침체 및 주력 고객사들의 감산 영향으로 매출액 516억원, 영업이익 2억원을 기록하며 전년 대비 매출액이 감소하고, 원재료비 상승 영향으로 매출원가율이 2023년 75.4%에서 2024년 81.6%로 크게 상승하며 수익성에 부정적 영향을 미쳤다.



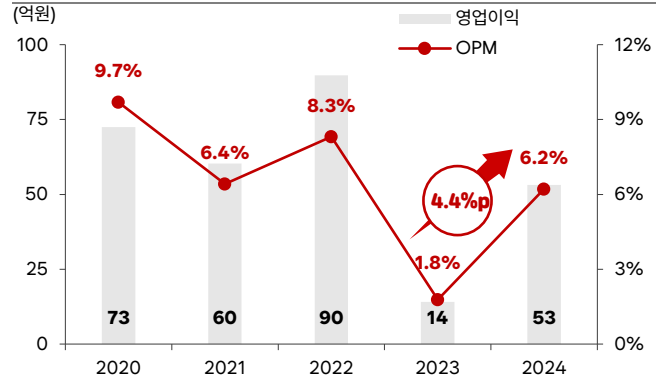
한편, KX인텍은 IoT를 통한 스마트홈 생태계 확장 가속화 전략을 추진하고 있다. 그 일환으로 2025년에는 수도권 신축 아파트 800세대에 월패드를 공급하며 IoT 연동 디바이스 시장에 진입하고 있다. 이는 기존 셋톱박스 중심의 사업을 넘어서는 제품 포트폴리오 다변화 시도로, 신사업을 기반으로 한 중장기적인 성장 가능성이 기대된다.

KX하이텍 매출액 추이(별도 기준)



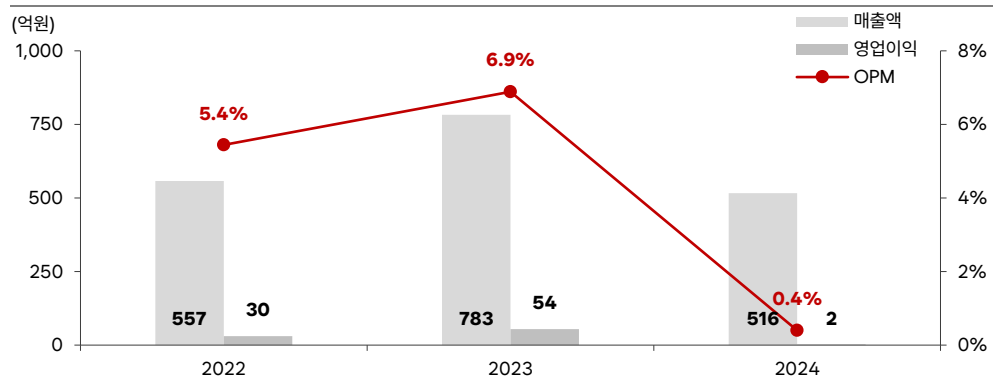
자료: KX하이텍, 한국IR협의회 기업리서치센터

KX하이텍 영업이익 및 OPM 추이(별도 기준)



자료: KX하이텍, 한국IR협의회 기업리서치센터

KX인텍 매출액 및 영업이익 추이



자료: KX인텍, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **산업 현황**

**1 국내 골프시장**

**국내 골프시장은  
코로나19 특수 영향으로  
2019년부터 2022년까지  
CAGR 16.2%의 높은 성장세**

국내 골프시장은 1998년 박세리 선수의 미국 LPGA 챔피언십, US 여자오픈 우승을 계기로 대중의 골프에 대한 관심이 크게 높아지며 성장하였다. 정부는 1999년부터 대중제 골프장의 취득세와 재산세 인하 등 다양한 세제혜택을 주며 골프 대중화 정책을 추진하였으며, '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. 가치분소득 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 최근에는 코로나19 팬데믹을 거치며 2030세대를 비롯한 다양한 골프 인구의 유입을 바탕으로 국내 골프인구는 2019년 470만명에서 2021년 564만명으로 연평균 9.5% 성장하였으며, 2019년부터 2022년까지 3년간 국내 골프 산업 규모는 연평균 성장률 16.2%의 높은 성장세를 나타냈다. 동 기간 골프 인구 변화의 특징은 2030세대의 유입이다. 국내 2030세대 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, 연습장사 용료 등을 비롯하여 금전적, 시간적 진입장벽이 높은 골프의 특성 상 코로나를 계기로 신규진입한 2030세대를 비롯한 다양한 골프인구 유입 효과를 바탕으로 국내 골프시장 성장세는 중장기적으로 꾸준히 이어질 것으로 전망되고 있다.

**국내 골프장 산업**

**신규 골프장 개장과  
대중형 골프장의 확대는  
골프시장 저변 확대에 긍정적.**

한국의 골프장 산업은 골프 코스를 제공하여 플레이어가 이용할 수 있도록 하는 시설과 관련된 산업을 의미한다. 골프장 산업 자체는 주로 실외 골프 코스와 실내 스크린 골프로 구분할 수 있으며, 실외 골프코스는 자연 환경을 활용한 전통적인 골프를 즐기는 장소이며, 실내 스크린 골프는 기술을 통해 가상 환경에서 골프를 즐길 수 있는 시설이다. 여기서는 골프장 산업 중 실외 골프 코스를 중심으로 언급하고자 한다. 국내 골프장 산업은 퍼블릭 코스, 회원제 코스 등 다양한 형태의 골프장을 포함하며, 골프장 운영, 관리, 서비스 제공 등을 포괄하고 있다.

**경영 효율화와 차별화된 서비스 제공을  
통한 경쟁력 확보 필수**

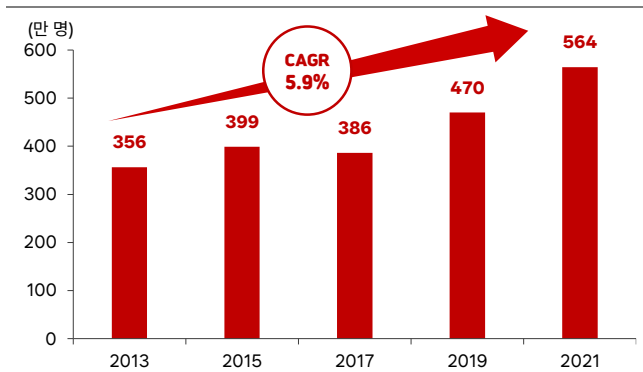
2025년 1월 1일 기준, 전국의 골프장 수는 525개(회원제 153개, 대중형 372개)로 특수 골프장까지 포함하면 600곳을 초과하는 수준이다. 최근 수년간 골프장 수는 큰 폭의 변동 없이 정체된 수준을 유지하고 있으나 수익성은 오히려 개선되는 흐름을 보이고 있다. 특히 코로나19 팬데믹 기간 동안 골프가 비교적 안전한 야외 스포츠로 인식되면서 이용자 수가 급증하였고, 이로 인해 골프장의 평균 내장객 수가 증가하였다. 이러한 수요 확대에 따라 다수의 골프장이 그린피를 인상하고, 카드 이용료·캐디피 등 부대수익 항목도 동반 상승하면서 전반적인 단위당 수익성이 개선되었다. 실제로 한국레저산업연구소에 따르면, 국내 골프 시장 규모는 2021년 전년 대비 39%, 2022년에는 21% 성장한 것으로 나타났다. 골프장 수 자체는 증가하지 않았지만, 높은 이용률과 가격 상승이 맞물리며 골프장당 수익률은 뚜렷하게 개선된 것으로 판단된다.

2023년부터는 팬데믹 특수의 종료와 경기 둔화, 인플레이션 여파 등으로 인해 골프 산업은 정체 국면에 진입하고 있다. 소비자들의 여가 지출이 축소되면서 내장객 수 증가세가 꺾였고, 고정비 부담이 큰 골프장 입장에서는 객단가 인상 여력도 제한되는 상황이다. 실제로 2024년 상반기 골프클럽 매출은 전년 동기 대비 약 23% 감소한 것으로 나타났으며, 하반기 역시 뚜렷한 회복세 없이 부진한 흐름이 이어지고 있다. 이처럼 시장이 포화되고 수요 증가세가 둔화됨에 따라, 골프장 운영 기업은 서비스 차별화, 운영 효율화, 비용 통제 등을 통해 수익성을 방어해야 하는 과제를 안고 있다.

또한 신설 골프장 관련, 2025년 한 해에만 8곳의 신설 골프장이 개장할 예정으로, 비회원제 골프장은 2024년 대비 10개소 감소한 반면, 대중형 골프장은 12개소 증가할 것으로 예상된다. 이는 보유세 부담 증가와 함께, 보다 합리적인 가격대를 선호하는 수요 변화에 따라 대중형 골프장으로의 전환이 가속화되고 있기 때문이다. 회원권 시장은 회원제 골프장 수의 상대적 부족으로 인해 가격 강세를 보이고 있으며, 이로 인해 프리미엄 회원권 중심으로 시장 확산이 예상된다. 골프 내장객 수는 전반적으로 유지되고 있으나, 골프장별 평균 내장객 수는 분산 효과로 인해 일부 감소할 가능성이 존재한다.

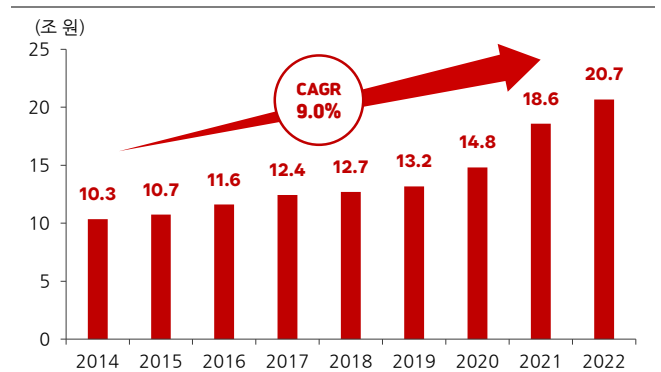
신규 골프장 개장과 대중형 골프장의 확대는 전체 시장 저변을 넓히는 데 긍정적으로 작용하고 있으나, 코로나19 팬데믹 특수 효과가 종료되면서 산업의 성장률은 점차 둔화되는 추세이다. 이와 같은 환경 속에서 골프장 운영 사업자들은 경영 효율화와 차별화된 서비스 제공을 통해 경쟁력을 확보하지 못할 경우, 실적 악화 등 불황 가능성에 직면할 수 있기 때문에 주의할 필요가 있다고 판단된다.

국내 골프 인구 추이 추이



자료: 한국레저산업연구소(2023), 한국R협의회 기업리서치센터

국내 골프시장 규모 추이



자료: 한국 골프산업 백서(유원골프재단), 한국R협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 1 글로벌 레저 사업 확장을 통한 성장 모멘텀

**국내 골프장 운영경험 및 안정적인 수익기반 바탕으로,  
글로벌 레저사업 확장을 통한 새로운 성장 모멘텀 확보**

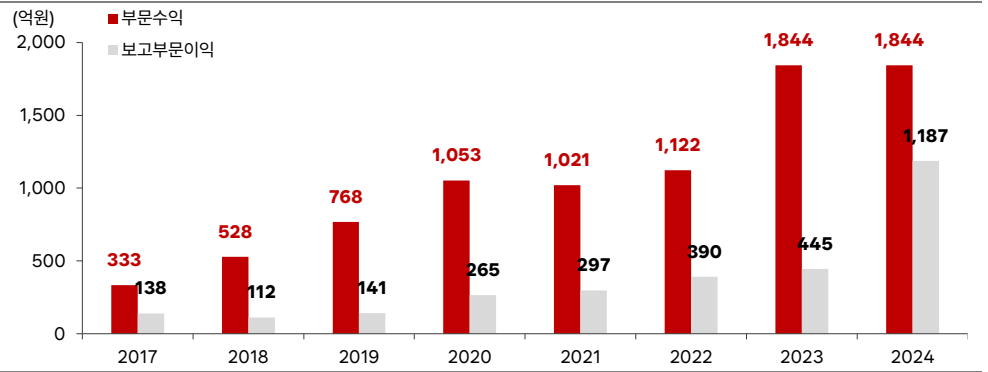
KX그룹은 국내 골프장 운영에서 축적한 경험과 안정적인 수익 기반을 바탕으로, 글로벌 레저사업 확장을 통해 새로운 성장 모멘텀 확보에 속도를 내고 있다. 동사는 신라CC, 파주CC, 클럽72 등 수도권과 인접한 주요 골프장을 운영하며 국내 레저 산업 내 상위권의 입지를 공고히 하고 있으며, 이러한 골프장들은 안정적인 수요 기반과 높은 현금 창출력을 통해 그룹의 재무적 안정성과 성장 기반을 뒷받침하는 핵심 자산으로 자리매김하고 있다.

KX의 레저사업 운영 역량은 수년간의 인수 및 운영 실적을 통해 입증되고 있다. 2016년 신라CC, 2017년 파주CC, 2018년 떼제베CC 인수에 이어, 2023년부터는 인천공항 인근의 클럽72(舊 스카이72)를 위탁 운영하면서 차별화된 골프장 운영 능력을 선보이고 있다. 동사는 1) 우수한 입지에 위치한 골프장 포트폴리오 확보, 2) 프리미엄 전략에 기반한 고급화 및 브랜드 경쟁력 강화, 3) 운영 효율성과 자산가치 극대화를 동시에 달성하는 경영 전략 등에서 강점을 보유하고 있다.

실제, 인천공항과 인접한 클럽72는 외국인 수요와 수도권 골퍼를 흡수하며 메가 골프장으로서의 위상을 확보하고 있으며, 파주CC와 신라CC 역시 수도권 내 고정 수요를 바탕으로 견조한 실적을 이어가고 있다. 동사는 퍼블릭 중심의 대중화 전략, 다양한 고객군 확보, 계절성 리스크에 대응하기 위한 부대시설 운영 등을 통해 운영 모델을 정교화 하였으며, 이는 단순 부동산 자산 운용을 넘어선 수익형 운영 역량 내재화를 의미한다. 또한 2018년 인수한 떼제베CC는 지속적인 시설 개선 및 운영 효율화 전략을 통해 자산 가치를 크게 제고하였으며, 동사는 2022년 떼제베CC 매각계약 체결, 2024년 최종 매각 완료를 통해 약 800억원 규모의 매각 차익을 기록하며 골프장 자산운용 및 사업가치 극대화 전략의 성과를 확인할 수 있었다.

동사는 국내 레저 사업의 성공을 바탕으로 글로벌 레저 사업 확장을 추진하고 있다. 특히, 베트남 중부 후에 지역에 복합 골프레저단지 개발을 추진 중이며, 현재 현지 정부와 협의를 바탕으로 약 36홀 규모의 골프장, 리조트, 상업시설을 포함한 복합단지 조성 계획을 수립하고 있다. 해당 사업지는 2023년에 개장한 푸바이 국제공항과 후에 시내에서 자동차로 약 30분 거리에 위치해 있어 뛰어난 접근성을 갖추고 있으며, 특히, 2023년 8월부터 인천공항과 푸바이 공항 간 전세기 운항이 시작되면서 한국 관광객 유입이 더욱 용이해진 상황이다. 동사는 인프라 초기 진입자로서의 이점 확보, 동남아 지역 골프 관광 수요 확대, 기존 국내 자산과의 포트폴리오 연계 등을 고려하여 해당 프로젝트를 진행하고 있다. 동사는 인허가 절차가 마무리되는 대로 빠르면 2025년말에서 2026년 중 착공에 돌입할 예정이며, 단계적으로 개장할 계획을 수립하고 있다. 국내에서 축적된 성공적인 운영 경험과 수익 모델은 해외 골프장 인수 및 위탁 운영 시에도 안정적인 확장 기반으로 전이될 수 있다고 판단되며, 추가로 기 확정된 베트남 후에 프로젝트 외에도 동사는 아시아 지역의 추가 해외 골프장 인수 및 운영을 통해 글로벌 레저 전문기업으로의 입지를 강화해 나갈 것으로 기대된다.

골프장 및 레저사업부문 총부문수익 및 부문이익 추이



주: 2024년 보고부문이익은 폐제베CC 매각차익(일회성)이 반영됨에 따라 크게 상승함  
 자료: KX, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 레저사업 확장

<p><b>36홀 명품골프장</b></p> <p>파크랜드 코스 18홀 세미링스 코스 18홀로 구성된 세계 100대 골프 코스 조성</p>	<p><b>합리적인 가격의 골프 빌리지</b></p> <p>오션-비치-골프에 특화된 합리적인 가격의 골프 빌리지 분양</p>	<p><b>6성급 호텔, 워터파크</b></p> <p>글로벌 브랜드 6성급 호텔, 4천여 평 규모의 워터파크, 다양한 어메니티 시설 제공</p>	<p><b>KX그룹의 골프장 운영 및 방송 미디어 역량</b></p> <p>KX그룹의 골프장 운영 역량과 방송 미디어 역량을 활용하여 후에 골프 리조트 활성화</p>

자료: KX, 한국IR협의회 기업리서치센터

**미래전략실 강화를 통해  
M&A 검토 및 실행 역량 정비,  
해외 골프장, 콘텐츠 기업, 반도체  
및 보안 장비 등 신규 산업군에  
대한 다각적 검토를 진행중**

## M&A를 통한 성장동력 확보

KX그룹은 코스닥 상장 이후 안정적인 캐시카우 사업을 기반으로 M&A를 통한 성장을 거듭해왔으며, 최근에는 미래전략실 조직을 강화하며 M&A를 통한 성장동력 확보에 힘쓰고 있다. 동사의 그룹 성장 전략은 단기 외형 확대가 아닌, 장기적 기업가치 제고를 위한 구조적 변화에 초점이 맞춰져 있으며, 특히 자체 현금흐름 기반의 자금 운용, 전담 M&A 팀을 통한 사전 전략 수립, 인수 후 통합까지 포괄하는 성장 프로세스 내재화는 KX만의 차별화된 역량으로 평가받고 있다.

동사의 M&A 성장전략은 이미 실질적인 성과로 증명되고 있다. 실제로 동사는 2010년대 중반부터 축적된 자금력을 기반으로 사업 포트폴리오 다변화를 본격화했다. 2016년 반도체 패키징 제조사 KX하이텍, 2017년 셋톱박스 제조사 KX인텍 인수를 통해 IT·제조 분야로 외연을 확장하였으며, 동시에 신라CC(2016), 파주CC(2017) 인수를 통해 레저·골프 사업을 본격화하였다. 특히 2018년 인수한 떼제베CC는 2024년 매각을 완료하며 약 800억 원의 차익을 실현, KX가 M&A 발굴·보유·매각 전 과정을 효율적으로 수행하는 투자형 지주회사로서의 역량을 입증했다고 판단된다.

동사는 검증된 M&A 실행 경험, 자금 운용 역량, 인수 후 정착 사례를 바탕으로 단기적 외형 성장뿐 아니라 구조적 전환을 이끌 수 있는 역량을 갖춘 투자형 기업집단으로 진화하고 있다. 최근에도 동사는 미래전략실을 강화하여 M&A 검토 및 실행 역량을 조직적으로 정비하고 있으며, 해외 골프장, 콘텐츠 기업, 반도체 및 보안 장비 등 신규 산업군에 대한 다각적 검토를 진행하고 있다. 따라서 신규 사업 진출과 글로벌 확장 등 동사의 M&A를 통한 성장 동력 확보 전략을 통해 동사의 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

**자기주식 매입 소각,  
IR 소통 강화를 통한  
적극적인 주주환원 추진**

**3 밸류업 프로그램을 통한 기업가치 상승 기대**

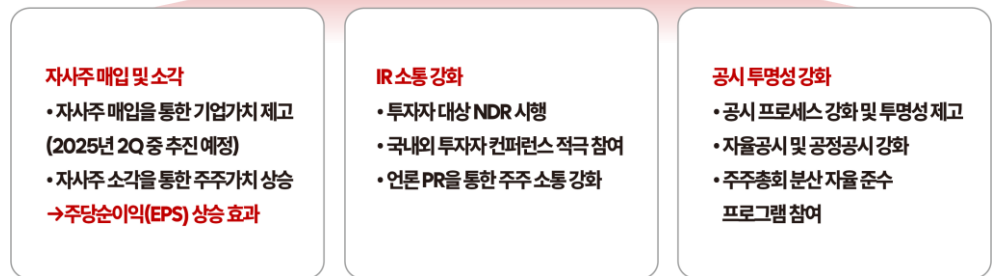
KX이노베이션은 안정적인 사업 기반과 성공적인 M&A 이력을 바탕으로 기업가치 재평가를 목표로 한 밸류업 정책을 수립하고 실행에 나서고 있다. 당사는 2025년 2월 21일 기업가치 제고 계획 공시를 통해 자기주식 매입 및 소각, IR 소통 강화를 통한 적극적인 주주환원 추진 및 기업가치 제고 목표를 제시하였다. 세부적으로는 2025년 2분기 중 자사주 매입을 통한 기업가치 제고와 함께 자사주 소각을 통한 주주가치 상승을 목표로 하고 있으며, 투자자 대상 NDR 시행, 국내외 투자자 컨퍼런스 적극 참여, 언론 PR 등을 통해 IR 소통 및 공시 투명성을 강화할 계획이다.

실제로 당사는 2022년 주당 167원(시가배당율 3.0%), 2023년 주당 200원(시가배당율 3.9%), 2024년 주당 190원(시가배당율 5.7%)의 실적배당을 시행하였으며, 현금 배당 외에도 자사주 매입, 무상증자 등 기업가치 제고 노력을 꾸준히 시행해왔다. 금번 기업가치 제고 계획 공시에 따라 당사는 2025년 2분기 중 자사주 추가 매입 및 소각을 실행하겠다는 계획을 발표하였으며, 실제로 2025년 4월 22일에는 약 20억원 규모의 자기주식 취득 및 이익소각 공시를 진행했다. 이어 4월 23일부터 5월 20일까지 자기주식 516,130주(약 20억원 규모)를 취득하였으며, 해당주식은 2025년 5월 30일자로 전량 소각함에 따라 당사의 주당순이익(EPS) 개선 및 유통 주식수 축소를 통한 내재가치 제고 의지를 확인할 수 있다고 판단된다.

또한 당사는 주주 및 투자자 대상 NDR(Non-Deal Roadshow) 개최, 국내외 투자자 컨퍼런스 참여, 언론 PR 확대 등을 통해 IR 활동을 대폭 강화할 예정이다. 특히 자율공시 및 공정공시 확대, 주주총회 분산 자율준수 프로그램 참여 등은 기업의 정보 비대칭 해소와 투자자 신뢰 회복에 긍정적 영향을 줄 것으로 판단되며, 이러한 기업가치 제고 전략 및 꾸준한 주주환원정책 이행을 통한 당사의 기업가치 상승이 기대된다.

**2025년 기업가치 제고 계획 발표**

**2025년 배당, 자사주 매입, 자사주 소각 및 IR 소통 강화 등 적극적 정책 시행**



자료: KX, 한국IR협회의 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 2024년 실적 추이

2024년 연결실적은 매출액 4,038억원(YoY +0.2%), 영업이익 597억원(YoY -3.7%), 영업이익률 14.8%(전년대비 0.6%p 하락), 지배주주순이익 826억원(YoY +373.2%)이다. 방송(송출 및 수신) 부문 매출액은 459억원으로 전년대비 3.3% 하락하였으나, 골프장 운영 부문은 2024년 매출액 1,843억원으로 전년과 유사한 수준의 매출을 달성하였다. KX하이텍, KX인텍이 포함된 반도체 재료 부문 매출액은 1,326억원으로 전년대비 17.7% 감소하였는데, 이는 주로 셋톱박스 시장 침체 및 주력 고객사들의 감소 영향으로 KX인텍의 매출이 감소한 영향이다.

이익측면에서도 KX인텍의 매출감소에 따른 이익감소(2023년 영업이익 54억원, 2024년 영업이익 2억원)가 반영됨에 따라 전사 영업이익이 전년대비 3.7% 감소하였다. 다만 영업외손익 부분에서는 2024년 9월 떼제베CC 골프장 자산 매각이 완료됨에 따라 약 800억원 규모의 매각 효과가 발생하며 당기순이익이 큰 폭으로 증가했다.

### 2025년 실적 전망

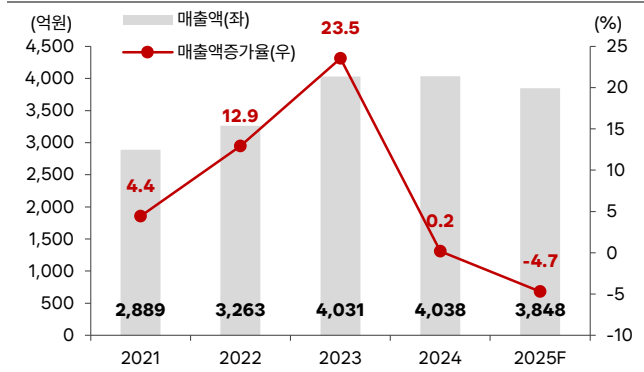
2025년 연결실적은 매출액 3,848억원(YoY -4.7%), 영업이익 554억원(YoY -7.2%), 영업이익률 14.4%(전년대비 0.4%p 하락), 지배주주순이익 201억원(YoY -75.6%)을 예상한다. 방송 부문은 전년과 유사한 실적이 이어질 전망이며, 기존 영업장인 신라CC, 파주CC 및 클럽72 골프장 운영은 3부 운영 활성화 및 각종 프로모션을 활용하여 전년 수준 유지를 목표로 하고 있으나, 2024년 9월 떼제베CC 매각 영향으로 2025년에는 해당 매출이 소멸됨에 따라 전체 매출은 감소할 전망이다.

이익측면에서도 전사 측면에서 가장 수익성이 좋은 골프장 운영수익이 일부(떼제베CC) 소멸됨에 따라 전체 영업이익은 전년대비 감소할 전망이다. 다만 2024년부터 진행되고 있는 KX하이텍의 생산설비 이전효과(2023년 영업이익률 1.8%에서 2024년 6.2%로 4.4%p 개선)가 2025년에는 온기 반영됨에 따라 수익성 개선이 확대되고 있다는 점은 주목할 만하다.

2025년 1분기 실적은 매출액 631억원(YoY -17.7%), 영업손실 8억원(YoY 적자전환), 지배주주순손실 40억원(YoY 적자확대)이다. 1분기에는 떼제베CC 매출 소멸과 더불어 날씨 영향, 클럽72 영업일수 감소 등의 영향으로 매출액이 감소하면서 이익도 적자 전환하였으나, 4월부터 골프 성수기 돌입과 함께 KX하이텍, 인텍 등의 자회사 실적 개선세가 이어지며 전사 실적이 나아질 것으로 전망된다.

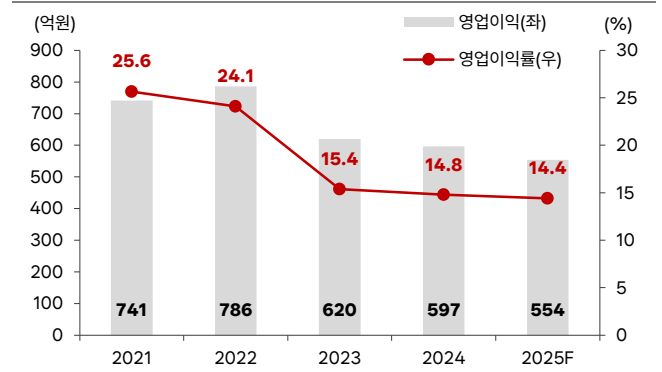


매출액 추이 및 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,889</b>	<b>3,263</b>	<b>4,031</b>	<b>4,038</b>	<b>3,848</b>
증가율 (%)	4.4	12.9	23.5	0.2	-4.7
송출서비스	232	217	216	197	201
채널수신 등	242	247	259	262	267
골프장운영	1,021	1,122	1,843	1,843	1,327
반도체재료 등	1,438	1,619	1,612	1,326	1,525
기타	486	176	154	796	581
연결제거	-529	-118	-54	-386	-54
<b>매출원가</b>	<b>1,648</b>	<b>1,868</b>	<b>2,691</b>	<b>2,728</b>	<b>2,611</b>
매출원가율 (%)	57.0	57.2	66.8	67.6	67.9
<b>매출총이익</b>	<b>1,242</b>	<b>1,395</b>	<b>1,340</b>	<b>1,309</b>	<b>1,236</b>
매출총이익률 (%)	43.0	42.8	33.2	32.4	32.1
<b>영업이익</b>	<b>741</b>	<b>786</b>	<b>620</b>	<b>597</b>	<b>554</b>
영업이익률 (%)	25.6	24.1	15.4	14.8	14.4
증가율 (%)	23.0	6.1	-21.1	-3.7	-7.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>770</b>	<b>503</b>	<b>406</b>	<b>1,377</b>	<b>300</b>
<b>(지배주주)당기순이익</b>	<b>392</b>	<b>205</b>	<b>175</b>	<b>826</b>	<b>201</b>

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### ■ 글로벌 레저 전문기업으로의 도약으로 밸류에이션 리레이팅 기대

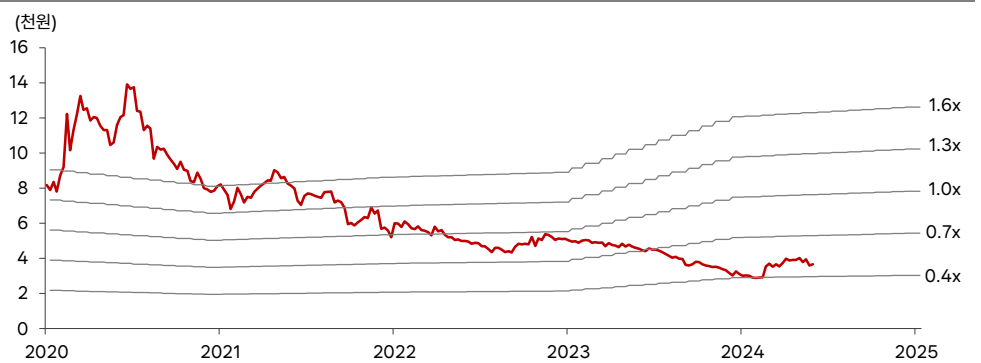
**2025년 예상실적 기준으로 한  
주가 밸류에이션은  
PER 9.0배, PBR 0.5배 수준**

KX는 방송사업, 골프장 운영사업을 통한 안정적인 수익구조를 기반으로, M&A를 통한 사업 확장과 기업가치 제고를 추진하고 있다. 특히, 동사의 실적에서 골프장 운영 부문이 전사 매출액과 이익에 기여하는 부분이 가장 크기 때문에, 동사의 주가는 골프 관련한 이슈에 영향을 받는 경향이 있다. 실제 2020년부터 코로나19 영향으로 골프인구가 급증함에 따라 골프장 운영 수익이 크게 확대되며 동사의 주가는 크게 상승하였다. 이후, 코로나19 특수 소멸과 함께 스카이72(현, 클럽72) 골프장 영업권 양도 및 승계 불확실성으로 인해 주가가 하락하였으며, 이후에도 베트남 후에 종합리조트 관련 사업 및 클럽72 위탁사업 개시와 연계되어 주가는 등락세를 나타내고 있다. 따라서 동사의 현재 주가 수준을 판단하기 위해 골프장 운영과 유사한 사업 모델을 보유한 상장기업(골프존홀딩스, 남화산업)과의 비교를 통해 동사의 주가 밸류에이션을 평가해보고자 한다.

골프존홀딩스는 국내 대표 스크린골프 전문기업 골프존의 지주회사로, 골프장 및 스크린골프 운영, 골프관련사업 등을 통해 다양한 수익원을 확보하고 있다. 2024년 연결기준 실적은 매출액 3,862억원, 영업이익 394억원, 영업이익률 10.2%, 지배주주순이익 436억원으로, 최근일 주가기준 밸류에이션은 PER 5.4배, PBR 0.3배 수준이다. 남화산업은 무안컨트리클럽(전남, 54홀)을 운영하고 있으며 2018년 코스닥 시장에 상장된 국내 1호 골프장 운영 전문기업으로, 부동산 개발 및 골프장 운영을 통해 안정적인 수익을 창출하고 있다. 2024년 개별기준 매출액 207억원, 영업이익 80억원, 영업이익률 38.7%, 당기순이익 109억원으로, 최근일 주가기준 밸류에이션은 PER 9.4배, PBR 0.5배 수준이다.

동사의 2025년 예상실적 매출액 3,848억원, 영업이익 554억원, 지배주주순이익 201억원을 기준으로 한 주가 밸류에이션은 PER 9.0배, PBR 0.5배 수준으로 골프존홀딩스 대비 고평가, 남화산업 대비 소폭 저평가 구간으로 판단된다. 다만 KX는 골프장 운영 및 방송 등을 기반으로 한 안정적인 수익 구조를 바탕으로 M&A를 통한 사업 확장과 기업가치 제고를 추진하고 있어, 비교 대상 기업 중에서 성장 잠재력이 높다고 판단된다. 따라서 꾸준한 기업가치 제고 전략과 주주환원정책, 글로벌 레저 전문기업으로의 도약이 이어진다면 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대된다.

#### PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터


**리스크 요인**
**1** **골프 인구 감소로 인한 실적 둔화 우려**
**골프인구 유입 둔화 및 이탈로  
골프장 운영 실적 둔화 우려**

2023년 이후 국내 골프 인구는 팬데믹 시기 정점을 찍은 뒤 감소세에 접어들고 있다. 이러한 변화의 주요 원인으로서는 1) 코로나 특수에 일회성 소멸, 2) 비용 부담 증가, 3) 신규 골프인구 유입 정체 등을 들 수 있다. 실제 2020~2022년은 해외여행 제한 등 외부활동 제한 속에서 골프가 비접촉 스포츠로 각광받으며 급격한 수요 증가를 경험하였으나, 2023년부터 해외여행이 본격 재개되며 골프 수요가 분산되는 현상이 나타나고 있다. 또한 골프장 이용료, 장비 가격, 회원권 비용 등이 팬데믹 기간 동안 크게 상승함에 따라, 가격에 민감한 중산층 및 신규 입문자들의 유입 둔화 및 이탈이 발생하고 있으며, 특히 MZ세대를 중심으로 한 신규 수요가 스크린골프나 실내연습장 등의 가격적 장벽이 낮은 저비용 채널로는 유입되고 있으나, 필드 골프의 고비용 구조가 진입장벽으로 작용하며 골프인구 유입 정체를 겪고 있는 상황이다.

**수도권 인근 지역 특성상  
골프인구 감소로 인한 실적 둔화는  
제한적임  
다양한 프로모션 및 해외골프장  
징출 등을 통한 중장기 전략 보유**

이러한 골프인구 유입 둔화 및 이탈은 전체 매출에서 골프장 운영 수익의 비중이 높은 동사의 실적 둔화 우려로 이어질 수 있기 때문에 리스크 요인으로 볼 수 있다. 다만 동사는 골프 인구가 집중되어 있는 수도권 인근 지역에서 골프장을 운영함에 따라 골프인구 감소로 인한 실적 둔화 영향은 상대적으로 낮은 편이라고 판단된다. 또한 동사는 전년보다 비교적 빠른 시기에 3부 타임 운영 시작, 플레이 시간대에 따른 할인 이벤트 등 다양한 프로모션을 통해 전년 수준의 실적을 유지할 수 있을 것으로 전망되고 있다. 또한 코로나 특수로 인해 급증했던 골프인구의 일시적인 조정단계를 지나 중장기적으로는 골프인구수가 꾸준히 증가할 것으로 전망되고 있으며, 이외에도 동사는 해외골프 수요 대응 및 글로벌 레저산업으로의 진출을 염두에 두고 베트남을 비롯한 해외 골프장 직접 운영 준비를 통해 이러한 실적 둔화 우려를 해소할 수 있을 것으로 기대된다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	2,889	3,263	4,031	4,038	3,848
증가율(%)	4.4	12.9	23.5	0.2	-4.7
매출원가	1,648	1,868	2,691	2,728	2,611
매출원가율(%)	57.0	57.2	66.8	67.6	67.9
매출총이익	1,242	1,395	1,340	1,309	1,236
매출이익률(%)	43.0	42.8	33.2	32.4	32.1
판매관리비	501	609	720	712	682
판매비율(%)	17.3	18.7	17.9	17.6	17.7
EBITDA	973	1,034	1,098	1,151	1,114
EBITDA 이익률(%)	33.7	31.7	27.3	28.5	29.0
증가율(%)	13.6	6.4	6.2	4.8	-3.2
영업이익	741	786	620	597	554
영업이익률(%)	25.6	24.1	15.4	14.8	14.4
증가율(%)	23.0	6.1	-21.1	-3.7	-7.2
영업외손익	29	-283	-214	780	-254
금융수익	6	31	57	74	86
금융비용	89	158	266	228	219
기타영업외손익	112	-156	-5	934	-121
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	770	503	406	1,377	300
증가율(%)	90.2	-44.6	-20.5	250.7	-78.1
법인세비용	251	116	127	404	65
계속사업이익	639	387	279	973	236
중단사업이익	123	-8	-13	2	2
당기순이익	641	379	266	975	238
당기순이익률(%)	22.2	11.6	6.6	24.2	6.2
증가율(%)	68.5	-40.9	-29.8	266.6	-75.6
지배주주지분 순이익	392	205	175	826	201

**현금흐름표**

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	872	602	848	1,074	874
당기순이익	641	379	266	975	238
유형자산 상각비	165	176	411	476	480
무형자산 상각비	66	72	67	78	80
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-67	-127	-15	48	-28
기타	67	102	119	-503	104
투자활동으로인한현금흐름	-2,201	-372	-293	-174	-442
투자자산의 감소(증가)	-1,311	223	87	-256	31
유형자산의 감소	46	227	4	16	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-333	-423	-218	-84	-400
기타	-603	-399	-166	150	-73
재무활동으로인한현금흐름	927	-19	-151	-540	-98
차입금의 증가(감소)	2,117	119	301	-198	-17
사채의증가(감소)	-436	0	110	100	0
자본의 증가	76	0	2	1	0
배당금	0	0	-69	-83	-81
기타	-830	-138	-495	-360	0
기타현금흐름	3	5	0	1	-104
현금의증가(감소)	-400	215	404	361	231
기초현금	1,188	788	1,003	1,407	1,768
기말현금	788	1,003	1,407	1,768	1,999

**재무상태표**

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	2,097	2,198	4,247	2,960	3,135
현금성자산	788	1,003	1,407	1,768	1,999
단기투자자산	450	223	134	166	158
매출채권	228	241	268	298	284
재고자산	284	325	362	321	306
기타유동자산	347	405	2,076	408	389
비유동자산	6,276	6,593	6,129	5,908	5,797
유형자산	5,126	5,182	4,821	4,453	4,373
무형자산	266	213	229	245	245
투자자산	775	912	620	737	706
기타비유동자산	109	286	459	473	473
자산총계	8,374	8,791	10,376	8,868	8,932
유동부채	1,716	1,999	5,334	2,752	2,677
단기차입금	593	566	890	827	827
매입채무	53	85	128	108	103
기타유동부채	1,070	1,348	4,316	1,817	1,747
비유동부채	3,421	3,396	1,539	1,686	1,667
사채	0	0	0	96	96
장기차입금	2,854	2,637	453	838	838
기타비유동부채	567	759	1,086	752	733
부채총계	5,137	5,395	6,874	4,438	4,344
지배주주지분	2,360	2,508	2,588	3,510	3,631
자본금	228	228	228	228	228
자본잉여금	758	758	765	892	892
자본조정 등	-1,044	-1,060	-1,098	-941	-941
기타포괄이익누계액	85	-65	-1	-195	-195
이익잉여금	2,334	2,648	2,695	3,526	3,647
자본총계	3,237	3,396	3,502	4,430	4,588

**주요투자지표**

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	9.4	11.5	13.3	1.7	9.0
P/B(배)	1.6	0.9	0.9	0.4	0.5
P/S(배)	1.3	0.7	0.6	0.3	0.5
EV/EBITDA(배)	7.3	5.7	4.3	2.7	3.1
배당수익률(%)	0.0	3.2	3.9	6.3	4.7
EPS(원)	865	451	385	1,822	447
BPS(원)	5,207	5,532	5,709	7,743	8,102
SPS(원)	6,374	7,197	8,890	8,906	8,544
DPS(원)	0	167	200	190	190
수익성(%)					
ROE	15.6	8.4	6.8	27.1	5.6
ROA	7.9	4.4	2.8	10.1	2.7
ROIC	12.1	10.0	9.2	7.5	9.4
안정성(%)					
유동비율	122.2	109.9	79.6	107.6	117.1
부채비율	158.7	158.8	196.2	100.2	94.7
순차입금비율	78.5	78.9	41.7	19.4	13.6
이자보상배율	8.4	5.0	2.3	2.6	2.5
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	10.8	13.9	15.8	14.3	13.2
재고자산회전율	12.4	10.7	11.7	11.8	12.3

### 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 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.  
 ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
KX	X	X	X

### 발간 History

발간일	제목
2025.06.09	KX-캐시카우를 기반으로 기회를 확장하다

### Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소·중·한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소·중·한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.