

## Company Basic

Analyst 채윤석, 이건재  
02) 6915-5474  
Chaeyunseok87@ibks.com

## Not Rated

목표주가	N.A.
현재가 (4/25)	8,320원

KOSDAQ (4/25)	899.84pt
시가총액	377십억원
발행주식수	45,336천주
액면가	500원
52주 최고가	14,050원
최저가	6,600원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	0.6%
배당수익률 (2021.12월)	0.0%

주주구성	
최상주 외 18 인	53.72%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8%	1%	-21%
절대기준	4%	-8%	-31%

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	0	-
EPS(20)	718	718	-
EPS(21)	865	865	-

### KMH 주가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# KMH (122450)

## 저평가 구간

### 대중화된 골프, 관심이 지속될 골프 산업 관련 기업

국내 골프 인구는 사회적 인식 개선, MZ세대 및 여성골퍼 증가, 대중제 골프장 비중 확대 영향으로 2013년 268만명에서 → 2021년 474만명까지 연평균 +9.97%의 성장을 기록. 지난 1월 문화체육관광부는 정부정책 및 지원을 통해 2026년까지 골프 인구 600만명, 골프 시장규모 22조원 달성을 목표로 제시함.

국내 주식시장에서도 골프 산업에 대한 관심 지속되고 있음. 2021년 11월 골프 열풍과 골프 시장 성장성을 반영, 세계 최초로 골프 산업 ETF가 국내 주식시장에 상장됨. 또한 국내 1위의 골프장 운영사인 골프존카운티(387홀 보유)가 시가총액 2조원 이상을 목표로 상장 예비심사를 청구, 올해 8월 유가증권시장 상장을 앞두고 있어 골프 산업에 대한 관심 지속될 것으로 판단.

### 밸류에이션 매력 충분

2016년부터 시작된 동사의 골프장 사업은 짧은 시간에도 불구하고 KMH 핵심 사업 부로 자리매김에 성공함. 2021년 실적 기준 골프사업은 전사 매출액의 35%, 영업이익의 66%를 책임지고 있음.

KMH는 현재 81홀의 골프코스를 운영 중이며, 4분기부터는 수도권 골퍼들에게 인기가 좋은 스카이 72 골프클럽(72홀, 대중제)의 위탁운용을 시작할 것으로 전망됨(4월 29일 2심 결론). 스카이72는 2021년 골프장 운영으로 매출액 924억원, 영업이익 212억원을 창출한 알짜 사업.

골프장 사업을 영위 중인 남화산업의 PER multiple이 13.5x 수준인 점, 폐제베CC가 홀당 75억원의 가치를 인정 받았다는 점을 고려했을 때 동사는 보유한 사업역량 및 자산 가치 대비 현저한 저평가 구간에 있는 것으로 판단됨.

(단위:십억원배)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	165	193	258	277	289
영업이익	33	35	45	60	74
세전이익	44	26	34	45	77
지배주주순이익	28	42	15	33	39
EPS(원)	680	971	334	718	865
증가율(%)	14.1	42.9	-65.6	114.9	20.4
영업이익률(%)	20.0	18.1	17.4	21.7	25.6
순이익률(%)	26.1	34.7	9.7	13.7	22.1
ROE(%)	20.6	23.7	7.1	13.4	15.6
PER	4.8	3.9	8.1	12.6	9.4
PBR	0.9	0.8	0.6	1.5	1.6
EV/EBITDA	7.8	10.3	7.0	7.4	7.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 경영권 분쟁 종료와 내실 경영의 시작

경영권 분쟁을 통해  
변화된 KMH

2020년 8월, 키스톤다이내믹투자목적회사(이하 키스톤PE)가 동사 지분 25.06%를 확보하며, 최대주주와의 경영권 분쟁이 시작됨.

2020년 6월말 기준 동사 최대주주 지분율은 34.26% 수준으로, 지분율 확대를 위해 기존 최대주주 및 특수관계인을 대상으로 CB, BW를 발행함. 이와 함께 임시주주총회를 개최, 정관상 임원 정원(이사 5인, 감사 1인)을 모두 확보하려 했지만 임원선임 의안이 모두 부결되며 경영권 방어에 실패함.

이후 KMH최대주주와 키스톤PE는 [표 1]과 같이 수차례 경영권 관련 소송을 거쳤으며, 2020년 12월 28일 회사의 장기적 발전과 주주이익 제고를 위한 협력을 목적으로 한 주주간 계약을 체결하며 경영권 분쟁은 종료되었음.

2022년 2월 17일, 키스톤 PE는 기존에 보유했던 25.06% 지분을 → 2% 이하로 낮추며 주주간 계약을 해지하였으며, 최대주주 및 특수관계인 지분율은 53.72%까지 증가, 현재는 안정적 지배구조를 갖추고 사업부 전반의 내실을 다지고 있는 것으로 판단됨.

표 1. 지분경쟁 History

일자	내용
2020.08.31	키스톤다이내믹투자목적 회사 지분율 25.06% 확보
2020.09.01	BW 170억원, CB 200억원 발행 이사회 결의
2020.09.04	KMH 임시주주총회 소집 결의(소집일 2020.10.14, 의안: 이사 5인, 감사 선임)
2020.09.18	전환사채발행금지가처분 소송 제기(원고: 키스톤다이내믹투자목적회사)
2020.10.14	임시주주총회 개최 및 이사선임 부결, 감사선임 의안 상정 철회
2020.10.26	전환사채발행금지가처분 소송 기각
2020.11.13	5회차 신주인수권부사채, 4회차 전환사채 발행 무효 소송 제기(원고: 키스톤다이내믹투자목적회사)
2020.11.13	임시주주총회 소집 허가 소송(원고: 키스톤다이내믹투자목적회사)
2020.11.17	KMH 임시주주총회소집 결의(2020.12.24)
2020.12.03	법원의 키스톤다이내믹투자목적회사 임시주주총회 소집 허가
2020.12.08	KMH 임시주주총회 개최금지 가처분 신청(2020-11-17 결의, 원고: 키스톤다이내믹투자목적회사)
2020.12.08	주주총회 소집 결의(2021.01.22)(키스톤다이내믹투자목적회사)
2020.12.18	KMH 임시주주총회 개최금지 가처분 법원 인용 판결
2020.12.28	주주간 계약 체결(KMH, 키스톤다이내믹투자목적회사)
2021.01.11	BW 발행 후 만기 전 사채 취득(액면가 170억원, 취득금액 170.4억원)
2021.01.11	CB 발행 후 만기 전 사채 취득(액면금액 160억원, 취득금액 208.5억원)
2021.12.07	CB 발행 후 만기 전 사채 취득(액면금액 40억원, 취득금액 57.47억원)
2022.02.17	키스톤다이내믹투자목적회사 등이 보유한 주식 처분 공시 및 주주간 계약 해제

자료: KMH, IBK투자증권

## 매출 구성

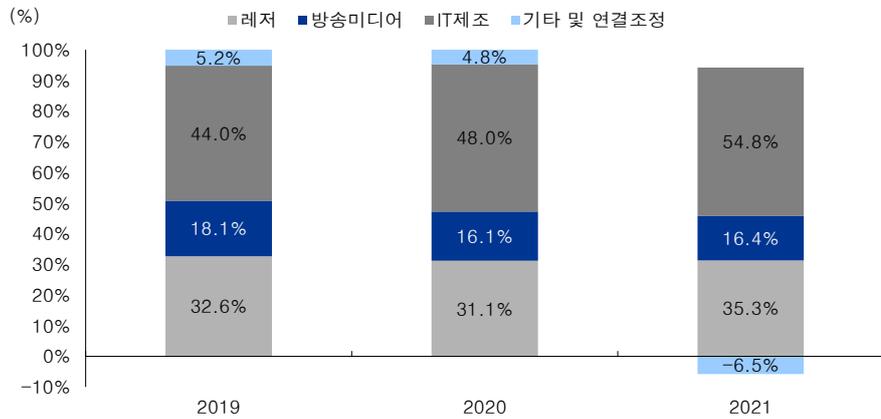
레저 부문 실적 비중 확대에 주목

사업부별 매출 비중은 레저 35.3%, 방송미디어 16.4%, IT 제조 54.8%, 기타 및 연결조정 -6.6%이며, 영업이익은 레저 65.6%, 방송미디어 16.7%, IT 제조 18.7%, 기타 및 연결조정 -0.6%으로 구성되어 있음.

동사 실적에서 주목해야 할 부분은 레저 사업부의 이익 기여도.

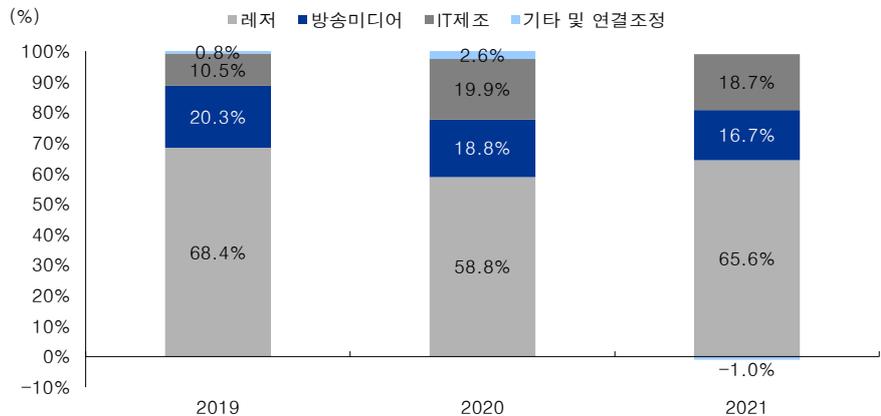
레저사업 이익 기여도는 65.6%로 타사업부 대비 압도적 이익률을 나타내고 있음. 향후 동사 실적을 구조적으로 견인할 성장동력은 레저사업부임이 명확하며 레저 사업부의 성장 계획이 가장 중요한 투자 포인트인 것으로 판단.

그림 1. 사업 부문별 매출액 비중 현황



자료: KMH, IBK투자증권

그림 2. 사업 부문별 영업이익 비중 현황



자료: KMH, IBK투자증권

## 미래 성장동력, 레저 부문

### 핵심사업부로의 발돋움

골프장 자산가치 약  
6,000억원 이상으로 추정

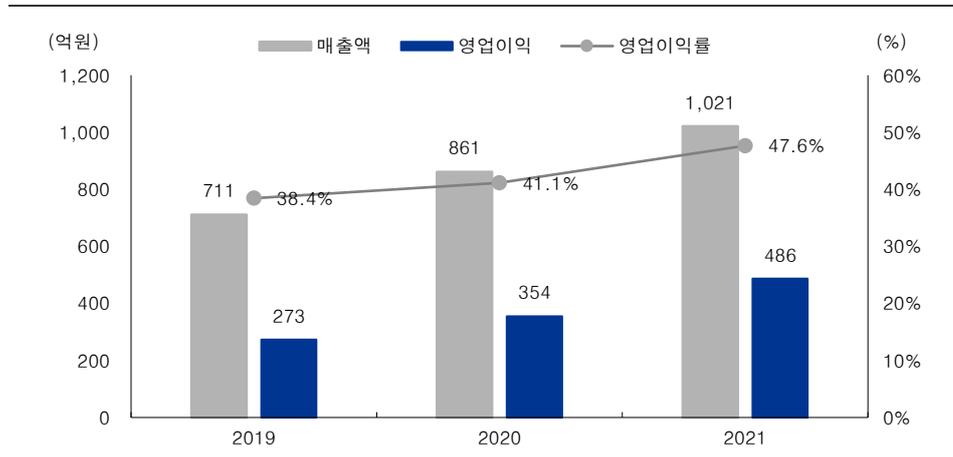
레저 부문 2021년 실적은 매출액 1,021억원(+18.5%, yoy), 영업이익 486억원(+37.3%, yoy)을 기록. 동사의 골프장 사업 확장과 국내 골프장 시장의 성장이 주요 요인이었던 것으로 판단됨.

현재 동사는 종속회사인 KMH신라레저와 자회사를 통해 골프장 사업을 영위하고 있음. 2016년 경기도 여주 신라CC(27홀, 대중제)를 시작으로 2017년 파주CC(18홀, 대중제), 2018년 청주 떼제베CC(36홀, 대중제)까지 인수하며 골프장 사업을 81홀 규모로 빠르게 확장함.

동사의 종속 회사인 옥천레저는 키스톤PE와 떼제베CC 매매계약을 체결함. 처분 예정일은 2024년 8월 31일이며, 계약금액은 2,695억원으로 홀당 약 75억원의 가치를 인정받음.

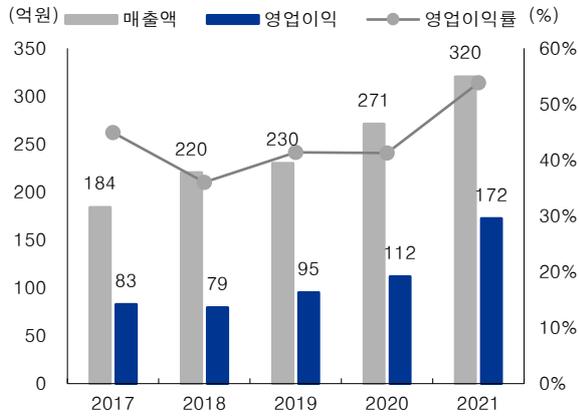
떼제베CC가 타 골프장 대비 영업실적, 수도권과의 거리에서 열위라는 점을 고려한다면, 현재 여주 신라CC, 파주CC의 홀당 가치는 75억원을 상회해 동사의 골프장 자산가치는 약 6,000억원 이상인 것으로 추정됨.

그림 3. 레저부문 합산 실적 현황



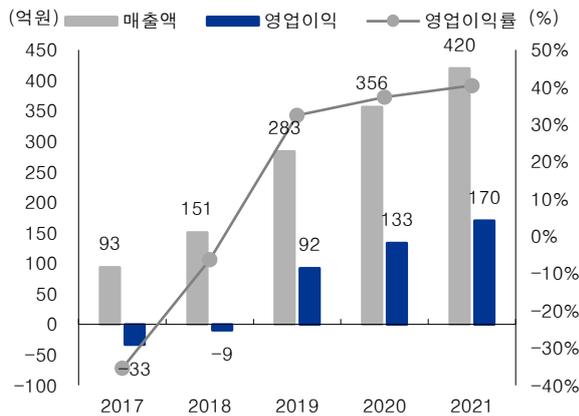
자료: KMH, IBK투자증권

그림 4. 신라CC 실적 추이



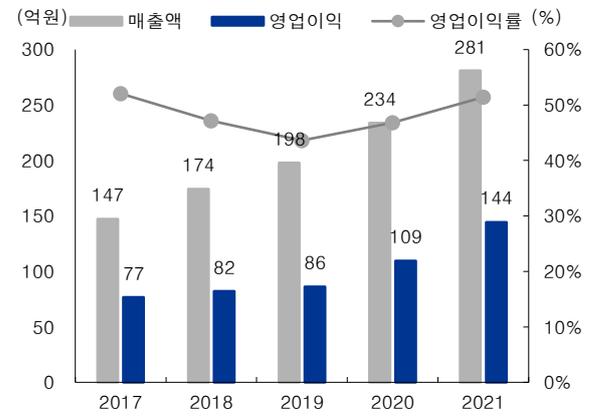
자료: KMH, IBK투자증권

그림 6. 떼제베CC 실적 추이



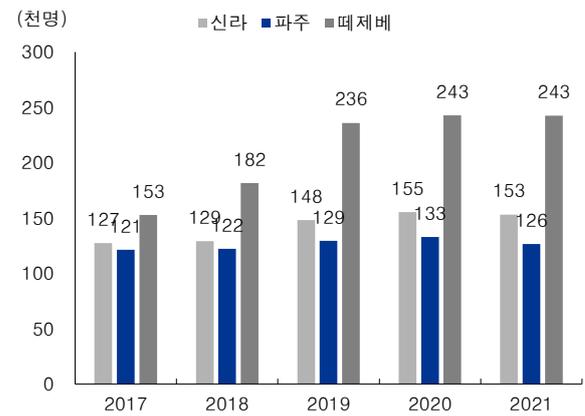
자료: KMH, IBK투자증권

그림 5. 파주CC 실적 추이



자료: KMH, IBK투자증권

그림 7. 골프장별 내장객수 추이



자료: KMH, IBK투자증권

그림 8. KMH 그룹 주요 계열사 현황



주) 상기 지분율은 계열사 보유지분을 포함.  
자료: KMH

## 스카이72 골프클럽 위탁운영으로 골프장 사업 확대

### 인천공항공사와 스카이72(주) 소송 연내 마무리 예정

KMH신라레저는 2020년 9월 ‘인천국제공항 신불지역·제5활주로 예정지역 대중제 골프장 임대사업자 선정’ 입찰에 참여, 해당 골프장의 임대사업자로 선정되었음.

해당 골프장은 신불지역(現 하늘코스, 18홀), 제5활주로 예정지역(現 바다코스, 54홀) 2가지 테마로 구성되어 있으며, 올해 4분기부터 동사의 위탁운영이 가능할 것으로 예상.

스카이72 골프클럽은 2005년 8월부터 스카이72(주)가 제5활주로 예정 부지와 신불지역에서 운영 중인 72홀의 대중제 골프장으로, 스카이72(주)가 2004년 8월 사업을 승인받아 BOT(Build-Operate-Transfer, 민간사업자의 시설 건설/사용수익/임대료 납부 이후 협약 만료 시점에 소유권을 이전하는 방식) 형식으로 건설함.

당시 계약 기간은 2020년까지 였으나, 코로나 19사태 여파로 5활주로 공사 추진이 보류되며 스카이72(주)가 임대기간 연장을 인천공항공사 측에 요구, 인천공항공사가 이를 거절하며 양측의 갈등이 소송으로 이어짐.

2022년 4월 29일 서울고등법원에서 인천공항공사가 스카이72(주)를 상대로 제기한 ‘부동산 부지 반환 및 소유권 이전 소송’ 항소심(2심) 선고가 진행될 예정임. 2심에서 패소한 측이 불복해 대법원 상고심(3심)까지 진행될 가능성이 있지만 이러한 법적 절차가 올해 4분기까지는 마무리될 것으로 예상되어 동사의 스카이72 위탁운영 사업 실적은 22년 4분기 준비 기간을 거쳐 23년부터 온기 반영될 것으로 예상됨.

표 2. 스카이72 골프클럽 현황 및 입찰 조건

구 분	신불지역(現 하늘코스)	제5활주로 예정지역(現 바다코스)
코스시설	18홀	54홀(오션 18/클래식18/레이크 18)
기존 스카이 72 요율	9.46%	9.11%
입찰자 운영개시일	2021.1.1부터이나 인수인계 및 분쟁 등에 따라 변경 가능.	
입찰조건	10년+5년 단위 최대 10년 연장	3년+1년단위 연장
매출액 대비 요율(부가세 별도)	41.39%(반영 비중 76.92%)	46.33%(반영 비중 23.08%)
기준 임대료(원)	6,537,251,000	25,565,840,000
코스당 예상 기준 매출(원)	15,794,276,395	55,182,041,874
KMH 신라레저 코스별 입찰 요율	116.10%	46.33%

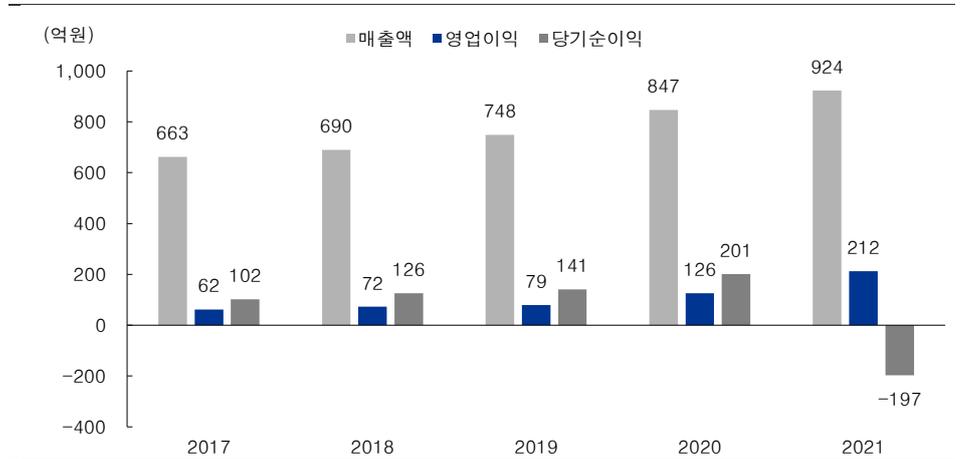
자료: 인천국제공항공사, IBK투자증권

표 3. 스카이72 골프클럽 관련 소송 현황

관할법원	소송내용	소송가액	원고	피고	비고
서울고등법원	토지 등 부동산 인도의 소	945억원	인천국제공항공사	스카이72(주)	2심 진행 중
서울고등법원	유익비 등 지급 청구(반소)	1,859억원	스카이72(주)	인천국제공항공사	2심 진행 중
서울고등법원	협약 의무 확인의 소	-	스카이72(주)	인천국제공항공사	2심 진행 중
인천지방법원	손해배상청구	716억원	인천국제공항공사	스카이72(주)	1심 진행 중

자료: DART, IBK투자증권

그림 9. 스카이72(주) 실적 현황



자료: DART, IBK투자증권

## 안정적인 Cash Cow, 기존산업

### 방송미디어 부문

안정적으로 성장 중인  
방송미디어와 IT·제조 부문

2021년 방송미디어 사업부 실적은 매출액 473억원(+6.3%, yoy), 영업이익 124억원(+9.6%, yoy)을 기록. 고화질 송출 비중의 확대(HD, UHD)와 보유 채널들의 시청률 증가로 동 사업부문 매출은 최근 3년간 연평균 +9.6%의 성장을 기록 중.

방송미디어 부문은 송출사업과 방송채널사업으로 구분됨.

송출사업은 방송채널사용사업자(Program Provider, 이하 PP)로부터 받은 프로그램의 파일변환, 아카이빙, 송출 등을 통해 PP와 계약된 케이블TV, 위성방송, DMB 등의 방송 플랫폼 사업자에게 전송하며, PP로부터 매출이 발생하는 BM을 보유하고 있음.

방송채널사업은 동사가 보유한 4개(디원, Mplex, 다큐원, 미드나잇)의 채널을 기반으로 IPTV, 케이블 등으로부터 수신료를 수취함.

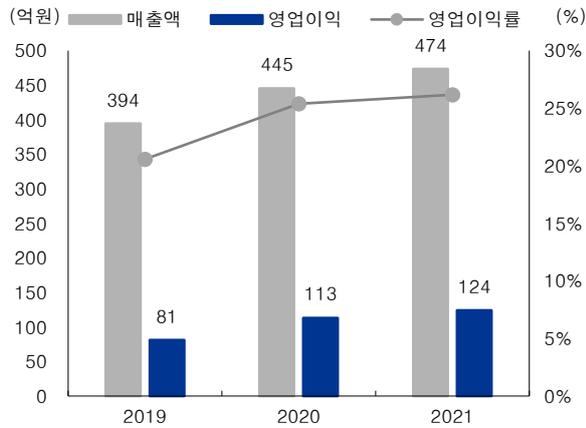
방송미디어 사업은 KMH의 근간이 되었던 사업으로 오랜기간 큰 변화 없이 안정적인 실적 성장을 지속하고 있으며 향후로도 무리 없이 비즈니스 모델 유지 가능할 것으로 판단됨.

## IT·제조 부문

IT·제조부문 2021년 실적은 매출액 1,584억원(+54.8%, yoy), 영업이익 138억원(+18.7%, yoy)을 창출. 전방산업 확대에 따른 매출액 증가와 해외법인의 Capa 확대를 기반으로 최근 3개년 연평균 28.5%의 매출 성장을 기록.

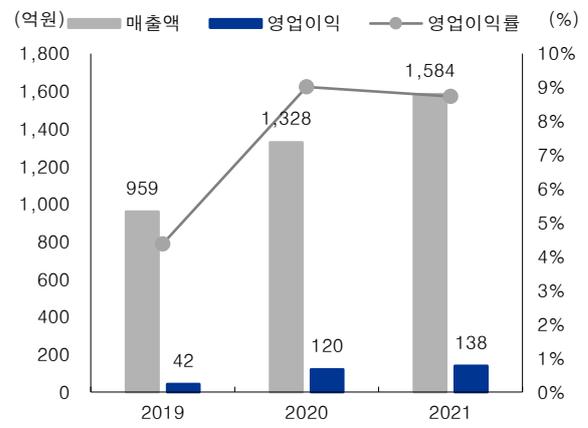
KMH하이텍(지분율 27.3%)의 주요 제품은 반도체 IC의 운송 중 외부충격, 정전기 등으로부터 보호하는 ‘IC-Tray’, ‘SSD 외관 CASE’ 등이 있으며, 충북 아산과 중국, 필리핀, 베트남에 생산시설을 보유하고 있음.

그림 10. 방송 미디어 부문 실적 추이



자료: IBK투자증권

그림 11. IT·제조 부문 실적 추이



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	165	193	258	277	289
증가율(%)	6.3	16.6	34.0	7.2	4.4
매출원가	91	109	148	156	165
매출총이익	74	84	110	121	124
매출총이익률 (%)	44.8	43.5	42.6	43.7	42.9
판매비	41	49	65	61	50
판매비율(%)	24.8	25.4	25.2	22.0	17.3
영업이익	33	35	45	60	74
증가율(%)	25.3	4.0	29.6	34.3	23.0
영업이익률(%)	20.0	18.1	17.4	21.7	25.6
순금융손익	0	-3	-5	-6	-8
이자손익	0	-3	-5	-6	-8
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	11	-6	-6	-9	11
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	44	26	34	45	77
법인세	8	6	9	10	13
법인세율	18.2	23.1	26.5	22.2	16.9
계속사업이익	36	20	25	36	64
중단사업손익	7	47	0	2	0
당기순이익	43	67	25	38	64
증가율(%)	20.3	56.6	-63.3	54.7	68.5
당기순이익률 (%)	26.1	34.7	9.7	13.7	22.1
지배주주당순이익	28	42	15	33	39
기타포괄이익	0	-5	0	-2	7
총포괄이익	43	62	24	36	71
EBITDA	45	49	64	86	97
증가율(%)	23.0	9.8	30.9	33.1	13.6
EBITDA마진율(%)	27.3	25.4	24.8	31.0	33.6

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
EPS	680	971	334	718	865
BPS	3,500	4,579	4,834	5,865	5,207
DPS	0	60	35	0	0
밸류에이션(배)					
PER	4.8	3.9	8.1	12.6	9.4
PBR	0.9	0.8	0.6	1.5	1.6
EV/EBITDA	7.8	10.3	7.0	7.4	7.5
성장성지표(%)					
매출증가율	6.3	16.6	34.0	7.2	4.4
EPS증가율	14.1	42.9	-65.6	114.9	20.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.6	1.3	0.0	0.0
ROE	20.6	23.7	7.1	13.4	15.6
ROA	9.2	10.7	3.4	4.9	7.9
ROIC	14.4	15.4	4.7	7.3	12.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	36.2	54.1	51.8	85.7	158.7
순차입금 비율(%)	-8.9	17.2	11.0	14.1	84.6
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.0	7.2	8.4	8.2	10.8
재고자산회전율	33.4	33.5	29.0	18.1	12.4
총자산회전율	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	145	129	142	201	210
현금및현금성자산	75	48	59	119	79
유가증권	19	18	16	4	20
매출채권	28	25	36	31	23
재고자산	6	6	12	18	28
비유동자산	392	587	606	592	628
유형자산	333	493	510	526	513
무형자산	26	26	35	28	27
투자자산	22	58	40	22	77
자산총계	537	716	748	793	837
유동부채	50	153	140	218	172
매입채무및기타채무	6	3	10	6	5
단기차입금	5	76	71	95	87
유동성장기부채	3	26	0	0	0
비유동부채	92	99	116	148	342
사채	9	18	0	0	0
장기차입금	42	26	51	82	285
부채총계	143	251	255	366	514
지배주주지분	148	204	219	266	236
자본금	7	11	11	11	23
자본잉여금	31	39	40	91	76
자본조정등	-3	-2	-2	-31	-104
기타포괄이익누계액	1	0	0	-2	8
이익잉여금	113	156	169	197	233
비지배주주지분	246	260	274	161	88
자본총계	394	465	493	427	324
비이자부채	84	106	127	183	140
총차입금	59	145	128	183	374
순차입금	-35	80	54	60	274

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	33	25	51	77	87
당기순이익	43	67	25	38	64
비현금성 비용 및 수익	7	-11	45	59	49
유형자산감가상각비	7	10	14	19	17
무형자산상각비	4	5	5	6	7
운전자본변동	-12	-15	0	-6	-7
매출채권등의 감소	-3	-5	-3	4	-3
재고자산의 감소	1	-1	-3	-6	-8
매입채무등의 증가	0	-1	3	-8	3
기타 영업현금흐름	-5	-16	-19	-14	-19
투자활동 현금흐름	-16	-96	-16	0	-220
유형자산의 증가(CAPEX)	18	25	27	32	33
유형자산의 감소	6	1	3	5	5
무형자산의 감소(증가)	-4	-8	-5	-6	-5
투자자산의 감소(증가)	-4	-45	28	-12	-134
기타	-32	-69	-69	-19	-119
재무활동 현금흐름	6	44	-25	-17	93
차입금의 증가(감소)	12	10	72	25	231
자본의 증가	7	0	5	0	8
기타	-13	34	-102	-42	-146
기타 및 조정	-1	-1	1	0	0
현금의 증가	22	-28	11	60	-40
기초현금	53	75	48	59	119
기말현금	75	48	59	119	79

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2021.04.01~2022.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
매도	0	0