

2022. 3. 30



## ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (3.29) 151,000 원

상승여력 45.7%

KOSDAQ 937.83pt

시가총액 9,476억원

발행주식수 628만주

유동주식비율 60.95%

외국인비중 20.23%

52주 최고/최저가 186,200원/89,000원

평균거래대금 71.9억원

## 주요주주(%)

골프존뉴딘홀딩스 외 10 인 39.00

KB자산운용 13.33

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.3 6.8 63.8

상대주가 -6.4 14.0 66.6

## 주가그래프



## 골프존 215000

## 리오프닝 우려는 접어두세요

- ✓ 1분기 영업이익은 400억원으로 역대 최대치 예상
- ✓ 이벤트 및 오미크론 여파로 중국 포함 해외 성장폭 제한되나 이익 핵심 요소인 국내 스크린골프 사업 및 GDR 호조에 기인. 국내 지배력 지속 강화
- ✓ 오더 베이스임을 감안 시 중국 법인 2022년 매출은 전년 대비 83% 증가 예상
- ✓ 리오프닝 우려로 주가 휴지기 겪었으나 1분기 이익으로 기우에 그칠 것을 증명

## 1분기 영업이익 400억원으로 역대 최대치 예상돼

골프존의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,438억원(+44.7% YoY)과 400억원(+40.6% YoY)로 기대치를 상회할 전망이다. 올림픽 및 오미크론 확산에 따른 봉쇄령 영향으로 중국 매출 성장은 1분기 다소 둔화되나 오더 기반임을 감안 시 2분기 회복(21년 161억원→22년 296억원, +83% YoY)을 예상하는 기존 견해를 유지한다.

1분기 높은 영업이익을 예상하는 주요인은 역시 국내다. 신규 출점은 100개 내외로 역대 최대 수준이 전망된다. 높은 신규 수요는 계절성을 무색하게 하며 라운딩 수의 record high 지속 갱신을 예상케 한다. 스크린골프가 21년까지 이익 주요 변수였다면 연관 산업으로 확장했던 GDR의 기여가 올해부터 본격화된다. 소비재 내 1위 사업자의 지배력이 더욱 강해지는 모습이 골프 산업에서 그대로 재현되고 있다. 2020년 1/2/3분기 140억원 내외의 영업이익 레벨에서 2021년 300억 내외로 상승한 데 이어 2022년은 400억 내외의 분기 영업이익이 이어질 것으로 예상된다.

## 리오프닝에 따른 피해 우려는 기우에 그칠 것. 레저 내 최선호주 유지

2022년 연결 매출 추정치를 기존 4,809억원에서 5,508억원으로 상향한다. 예상보다 강한 수요를 감안한 결과다. 다만 1위 굳히기를 위한 프로모션성/신사업 예산을 YoY 2배로 상향하며 영업이익 추정치는 유지했다. 풍부한 현금에 기반한 연관 사업으로의 확장은 GDR과 같이 미래 새로운 이익원으로 보답할 것이다.

리오프닝에 따른 두려움으로 동사 주가는 휴지기를 겪고 있다. 골프장과 달리 평일 레저로 안착한 스크린골프의 리오프닝 피해는 미미할 전망이다. 코로나에 가려졌던 구조적 하락 스토리가 확인될 다수의 레저 사업자와 달리 동사는 예상보다 높은 성장으로 우려를 기우로 만들고 있다. 동사를 레저 산업 내 최선호주로 유지한다.

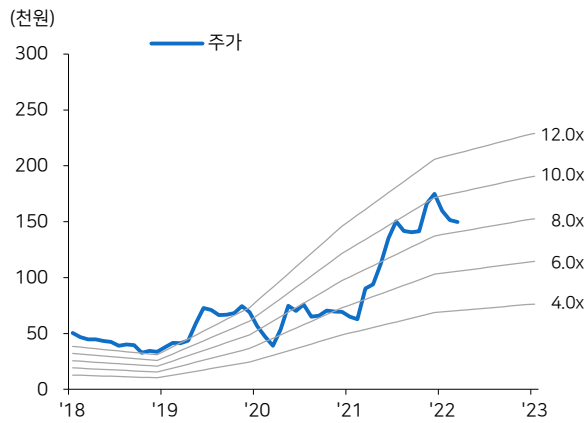
| (십억원) | 매출액   | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 298.5 | 51.6  | 38.3          | 6,098             | 131.3      | 35,785     | 11.4       | 1.9        | 5.0              | 18.0       | 62.8        |
| 2021  | 440.3 | 107.7 | 76.3          | 12,161            | 103.9      | 45,869     | 14.4       | 3.8        | 6.8              | 29.8       | 65.7        |
| 2022E | 550.8 | 153.1 | 107.7         | 17,158            | 41.1       | 58,651     | 8.8        | 2.6        | 4.6              | 32.8       | 61.2        |
| 2023E | 556.8 | 169.4 | 119.0         | 18,960            | 10.5       | 73,188     | 8.0        | 2.1        | 3.6              | 28.8       | 49.6        |
| 2024E | 562.8 | 171.2 | 127.6         | 20,331            | 7.2        | 89,094     | 7.4        | 1.7        | 3.0              | 25.1       | 41.1        |

표1 골프존 1Q22 Preview

| (십억원) | 1Q22E | 1Q21 | (% YoY) | 4Q21  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff.) |
|-------|-------|------|---------|-------|---------|-------|-----------|
| 매출액   | 143.8 | 99.4 | 44.7    | 112.1 | 28.3    | 124.9 | 15.2      |
| 영업이익  | 40.0  | 28.4 | 40.7    | 12.0  | 232.5   | 37.6  | 6.5       |
| 세전이익  | 39.9  | 28.4 | 40.7    | 8.2   | 389.9   | N/A   | N/A       |
| 당기순이익 | 30.0  | 21.3 | 40.7    | 3.9   | 680.1   | 26.5  | 13.3      |

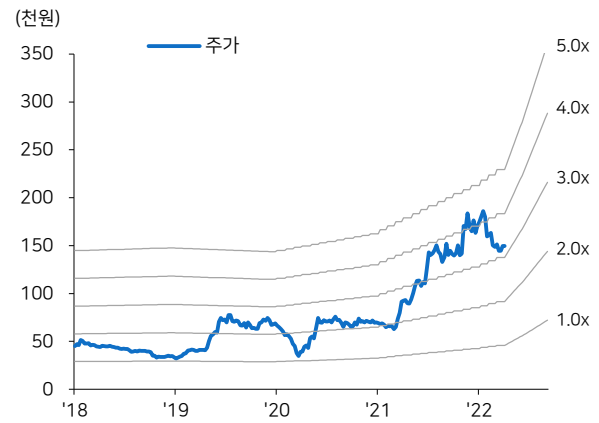
자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

그림1 골프존 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 골프존 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 골프존 실적 추이 및 전망

| (십억원)             | 1Q21        | 2Q21         | 3Q21         | 4Q21         | 1Q22E        | 2Q22E        | 3Q22E        | 4Q22E        | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출 추정</b>      |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>매출</b>         | <b>99.4</b> | <b>105.8</b> | <b>123.1</b> | <b>112.1</b> | <b>143.8</b> | <b>132.2</b> | <b>143.1</b> | <b>131.7</b> | <b>298.5</b> | <b>440.3</b> | <b>550.8</b> | <b>556.8</b> |
| 스크린골프             | 109.2       | 115.1        | 135.7        | 127.4        | 157.1        | 145.5        | 164.9        | 152.2        | 328.0        | 487.4        | 619.8        | 621.0        |
| Golf simulator    | 90.6        | 91.5         | 110.9        | 99.5         | 124.3        | 112.3        | 132.4        | 118.7        | 263.1        | 392.4        | 487.7        | 481.8        |
| 광고/제휴             | 2.5         | 4.1          | 3.9          | 4.0          | 2.5          | 4.1          | 3.9          | 4.0          | 13.5         | 14.5         | 14.5         | 15.5         |
| 직영사업              | 21.2        | 22.9         | 24.7         | 25.7         | 29.2         | 27.8         | 26.8         | 28.0         | 38.5         | 94.4         | 111.8        | 117.4        |
| 기타(미디어 등)         | 1.1         | 1.4          | 1.8          | 1.5          | 1.1          | 1.4          | 1.8          | 1.5          | 5.4          | 5.7          | 5.7          | 6.2          |
| <b>유지보수</b>       | <b>2.4</b>  | <b>2.4</b>   | <b>2.9</b>   | <b>2.9</b>   | <b>2.4</b>   | <b>2.4</b>   | <b>2.9</b>   | <b>2.9</b>   | <b>8.3</b>   | <b>10.6</b>  | <b>10.6</b>  | <b>10.6</b>  |
| 비즈몰               | 2.2         | 2.3          | 2.8          | 2.8          | 2.2          | 2.3          | 2.8          | 2.8          | 7.5          | 10.0         | 10.0         | 10.0         |
| 유지보수 자재           | 0.2         | 0.1          | 0.1          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.8          | 0.6          | 0.6          | 0.6          |
| 연결조정              | -12.2       | -11.7        | -15.5        | -18.3        | -14.3        | -14.8        | -23.6        | -22.0        | -37.8        | -57.7        | -74.7        | -74.8        |
| <b>성장률(% YoY)</b> |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>매출</b>         | <b>36.6</b> | <b>46.5</b>  | <b>54.6</b>  | <b>51.5</b>  | <b>44.7</b>  | <b>24.9</b>  | <b>16.3</b>  | <b>17.5</b>  | <b>20.9</b>  | <b>47.5</b>  | <b>25.1</b>  | <b>1.1</b>   |
| 스크린골프             | 40.6        | 47.2         | 55.6         | 49.9         | 43.9         | 26.4         | 21.6         | 19.4         | 26.6         | 48.6         | 27.2         | 0.2          |
| Golf simulator    | 41.1        | 41.9         | 53.6         | 59.6         | 37.2         | 22.8         | 19.4         | 19.4         | 23.6         | 49.1         | 24.3         | -1.2         |
| 광고/제휴             | -13.8       | 39.3         | 3.8          | 4.6          | -            | -            | -            | -            | -1.0         | 8.0          | -            | 6.9          |
| 직영사업              | 142.8       | 142.7        | 147.7        | 146.8        | 38.1         | 21.5         | 8.5          | 9.0          | 64.3         | 145.1        | 18.4         | 5.0          |
| <b>유지보수</b>       | <b>-6.5</b> | <b>29.6</b>  | <b>33.7</b>  | <b>67.0</b>  | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-32.0</b> | <b>27.5</b>  | <b>-</b>     | <b>-</b>     |
| <b>원가 추정</b>      |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출원가              | 35.6        | 36.6         | 43.5         | 39.4         | 56.7         | 46.4         | 48.2         | 38.7         | 186.6        | 285.3        | 360.8        | 382.4        |
| 매출원가율(%)          | 35.8        | 34.6         | 35.3         | 35.1         | 39.4         | 35.1         | 33.7         | 29.4         | 62.5         | 64.8         | 65.5         | 68.7         |
| 판매관리비             | 35.4        | 39.2         | 42.4         | 60.7         | 47.1         | 49.7         | 50.5         | 60.3         | 135.1        | 177.7        | 207.7        | 213.0        |
| 판매관비율(%)          | 35.6        | 37.0         | 34.5         | 54.1         | 32.8         | 37.6         | 35.3         | 45.8         | 45.2         | 40.3         | 37.7         | 38.3         |
| <b>이익 추정</b>      |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출총이익             | 63.8        | 69.2         | 79.6         | 72.7         | 87.1         | 85.8         | 94.9         | 93.0         | 186.6        | 285.3        | 360.8        | 382.4        |
| 매출총이익률(%)         | 64.2        | 65.4         | 64.7         | 64.9         | 60.6         | 64.9         | 66.3         | 70.6         | 70.9         | 72.7         | 74.0         | 79.4         |
| % YoY             | 39.0        | 52.4         | 58.7         | 61.0         | 36.5         | 23.9         | 19.3         | 27.9         | 21.9         | 52.9         | 26.4         | 6.0          |
| <b>영업이익</b>       | <b>28.4</b> | <b>30.0</b>  | <b>37.2</b>  | <b>12.0</b>  | <b>40.0</b>  | <b>36.1</b>  | <b>44.4</b>  | <b>32.7</b>  | <b>51.6</b>  | <b>107.7</b> | <b>153.1</b> | <b>169.4</b> |
| 영업이익률(%)          | 28.6        | 28.4         | 30.2         | 10.7         | 27.8         | 27.3         | 31.0         | 24.8         | 17.3         | 24.5         | 27.8         | 30.4         |
| % YoY             | 85.5        | 113.0        | 138.1        | 84.2         | 40.6         | 20.2         | 19.3         | 171.5        | 59.7         | 108.8        | 42.2         | 10.6         |

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

## 골프존 (215000)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 298.5 | 440.3 | 550.8 | 556.8 | 562.8 |
| 매출액증가율 (%) | 20.9  | 47.5  | 25.1  | 1.1   | 1.1   |
| 매출원가       | 111.9 | 155.0 | 190.0 | 174.4 | 176.2 |
| 매출총이익      | 186.7 | 285.3 | 360.8 | 382.4 | 386.5 |
| 판매관리비      | 135.1 | 177.7 | 207.7 | 213.0 | 215.3 |
| 영업이익       | 51.6  | 107.7 | 153.1 | 169.4 | 171.2 |
| 영업이익률      | 17.3  | 24.5  | 27.8  | 30.4  | 30.4  |
| 금융손익       | 0.3   | -0.3  | 1.4   | 2.6   | 3.9   |
| 중속/관계기업손익  | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | -3.2  | -3.6  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 세전계속사업이익   | 48.7  | 103.8 | 149.2 | 164.9 | 175.1 |
| 법인세비용      | 11.2  | 27.3  | 37.3  | 42.9  | 47.3  |
| 당기순이익      | 37.5  | 76.4  | 107.9 | 119.2 | 127.8 |
| 지배주주지분 순이익 | 38.3  | 76.3  | 107.7 | 119.0 | 127.6 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 87.4  | 136.1 | 125.8 | 126.8 | 135.6 |
| 당기순이익(손실)      | 37.5  | 76.4  | 107.9 | 119.2 | 127.8 |
| 유형자산상각비        | 29.8  | 34.3  | 4.4   | 4.6   | 4.9   |
| 무형자산상각비        | 3.2   | 2.8   | 2.8   | 2.4   | 2.1   |
| 운전자본의 증감       | 12.3  | 4.7   | 10.7  | 0.6   | 0.9   |
| 투자활동 현금흐름      | -52.6 | -63.7 | -1.1  | -0.1  | -0.1  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -15.3 | -12.5 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)    | 0.8   | 5.3   | -0.0  | 0.0   | 0.0   |
| 재무활동 현금흐름      | -25.3 | -29.7 | -17.4 | -27.2 | -27.5 |
| 차입금의 증감        | 11.1  | -2.1  | 4.6   | 0.3   | 0.3   |
| 자본의 증가         | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | 7.5   | 43.8  | 107.3 | 99.5  | 108.1 |
| 기초현금           | 16.0  | 25.2  | 69.0  | 176.3 | 275.8 |
| 기말현금           | 23.5  | 69.0  | 176.3 | 275.8 | 383.9 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 118.1 | 242.4 | 366.1 | 466.5 | 575.5 |
| 현금및현금성자산  | 23.5  | 69.0  | 176.3 | 275.8 | 383.9 |
| 매출채권      | 16.6  | 23.2  | 29.0  | 29.3  | 29.7  |
| 재고자산      | 10.5  | 25.2  | 31.5  | 31.8  | 32.2  |
| 비유동자산     | 249.2 | 241.2 | 234.0 | 227.0 | 220.0 |
| 유형자산      | 117.4 | 114.3 | 109.9 | 105.3 | 100.4 |
| 무형자산      | 20.9  | 20.8  | 18.0  | 15.6  | 13.5  |
| 투자자산      | 5.4   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 자산총계      | 367.3 | 483.6 | 600.1 | 693.5 | 795.5 |
| 유동부채      | 80.9  | 130.2 | 162.8 | 164.6 | 166.4 |
| 매입채무      | 4.1   | 7.5   | 9.4   | 9.5   | 9.6   |
| 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  | 61.5  | 65.0  | 65.2  | 65.4  |
| 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 | 191.7 | 227.8 | 229.8 | 231.8 |
| 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  | -1.9  | -1.9  | -1.9  | -1.9  |
| 이익잉여금     | 152.5 | 213.2 | 293.4 | 384.6 | 484.4 |
| 비지배주주지분   | 1.0   | 4.1   | 4.2   | 4.4   | 4.7   |
| 자본총계      | 225.6 | 291.9 | 372.3 | 463.7 | 563.8 |

## Key Financial Data

|                        | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 47,570 | 70,164 | 87,772 | 88,721 | 89,681 |
| EPS(지배주주)              | 6,098  | 12,161 | 17,158 | 18,960 | 20,331 |
| CFPS                   | 13,452 | 23,297 | 24,708 | 26,983 | 28,392 |
| EBITDAPS               | 13,477 | 23,076 | 25,550 | 28,116 | 28,392 |
| BPS                    | 35,785 | 45,869 | 58,651 | 73,188 | 89,094 |
| DPS                    | 2,500  | 3,500  | 4,378  | 4,426  | 4,426  |
| 배당수익률(%)               | 3.6    | 2.0    | 2.9    | 2.9    | 2.9    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 11.4   | 14.4   | 8.8    | 8.0    | 7.4    |
| PCR                    | 5.2    | 7.5    | 6.1    | 5.6    | 5.3    |
| PSR                    | 1.5    | 2.5    | 1.7    | 1.7    | 1.7    |
| PBR                    | 1.9    | 3.8    | 2.6    | 2.1    | 1.7    |
| EBITDA                 | 84.6   | 144.8  | 160.3  | 176.4  | 178.2  |
| EV/EBITDA              | 5.0    | 6.8    | 4.6    | 3.6    | 3.0    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 18.0   | 29.8   | 32.8   | 28.8   | 25.1   |
| EBITDA 이익률             | 28.3   | 32.9   | 29.1   | 31.7   | 31.7   |
| 부채비율                   | 62.8   | 65.7   | 61.2   | 49.6   | 41.1   |
| 금융비용부담률                | 0.5    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 이자보상배율(x)              | 34.1   | 72.1   | 100.7  | 107.6  | 108.4  |
| 매출채권회전율(x)             | 18.0   | 22.1   | 21.1   | 19.1   | 19.1   |
| 재고자산회전율(x)             | 28.0   | 24.7   | 19.4   | 17.6   | 17.6   |

## 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                        |
|------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상           |
|                        | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                        | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업                     | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                        |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | Overweight (비중확대)                                |                                        |
|                        | 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<br>(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 | -       | -      |                |