

# 골프산업

필드 잔디 위에 젊음이 피어오른다

IT/소프트웨어 박종선  
02)368-6076  
jongsun.park@eugenefn.com

RA 임재민  
02)368-6142  
skku3642@eugenefn.com



# Contents

|   |                         |    |
|---|-------------------------|----|
| 1 | 코로나가 부른 새로운 골프산업        | 05 |
| 2 | 2022년 골프 산업 전망          | 13 |
| 3 | 골프 관련업체 Valuation Table | 29 |
| 4 | 골프 관련업체                 | 37 |
|   | 골프존(215000)             |    |
|   | 브이씨(365900)             |    |
|   | 골프존뉴딘홀딩스(121440)        |    |
|   | 남화산업(111710)            |    |
|   | 까스텔바작(308100)           |    |

# Executive Summary

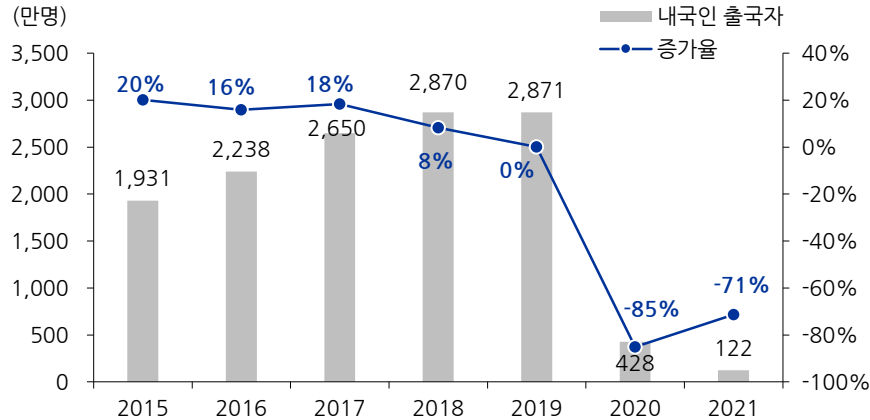
- 코로나19로 인한 해외 출국 인구가 급감(전년대비 2020년 85%, 2021년 71% 감소)한 가운데, **국내 골프장 이용객 수는 급격히 증가(2020년 12.1%, 2021년 8.2%)**하면서 2021년에 5천만명을 넘어 섰음. 이를 통해 골프장 매출액 규모 및 수익성도 개선된 것으로 파악됨. 이러한 가운데 회원제 골프장 비중은 감소하고, 일반인이 쉽게 사용할 수 있는 **대중제(Public) 골프장 비중(2021년 66.4%)**이 꾸준히 증가하고 있음. 또한 **MZ세대 및 여성골퍼 인구가 지속적으로 증가**하고 있어 긍정적임.
- 최근 **골프 신규 유입자의 65%가 20~40대로** 알려지고 있으며, 10~30대의 골프 소비액이 폭발적으로 증가하고 있음. 그리고 골프장 이용 건수 증가율(2019년 상반기 대비 2021년 상반기 기준, 신한카드)을 보면, **여성골퍼는 30~60대에서 남성골퍼 이용 건수보다 더 높았음**. 또한 골프 소비 증가율(2019년 4월 대비 2021년 4월 소비액, 비씨카드)을 보면, **여성골퍼 소비액 증가율(42.0%)이 남성골퍼 소비액 증가율(29.7%)보다 훨씬 높게 나타났음**.
- 코로나19 이후인 2022년에도 골프산업은 지속 성장할 것으로 예상함. 국내 골프장은 해외 골프여행 증가로 인하여 공백이 생기겠지만, 국내 신규 유입자로 인해 시장은 여전히 견고할 것으로 판단됨. 스크린 골프산업도 골린이의 증가 및 해외 골프 여행 수요의 보완재로 여전히 성장세를 유지할 것으로 전망. **골프용품 및 골프웨어 시장은 국내는 물론 해외 골프 여행 등으로 수요는 크게 증가할 것으로 예상**됨. 특히 **MZ세대 및 여성 골퍼의 유입**에 따라 골프 용품 및 골프웨어 시장은 과거 성장세보다는 더 가파를 것으로 판단함.
- 관련 유망주
  - **골프존**: 신규 가맹점 수 및 라운드 수가 지속 증가하고 있어 실적 성장 지속 전망
  - **브이씨**: 보이스캐디 제조업체. 시계형 및 레이저형 거리측정기 제조, 판매업체
  - **골프존뉴딘홀딩스**: 골프용품 유통사업 중심으로 안정적인 성장 지속
  - **남화산업**: 골프장 전문 운영업체로 국내 세번째 규모의 무안CC를 운영, 관리
  - **까스텔바작**: 골프웨어 전문업체. 최근 스포츠웨어 등으로 사업 확대 추진 중

01

## 코로나가 부른 새로운 골프산업

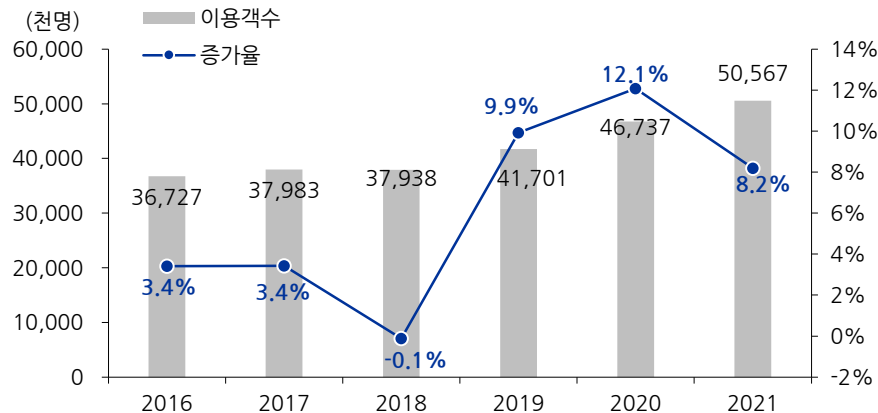
# 1. 코로나로 이용자 수 증가

코로나19로 해외 출국 인구 급감



자료: 한국관광공사, 유진투자증권

2021년 골프장 이용객수 5,000만명 돌파

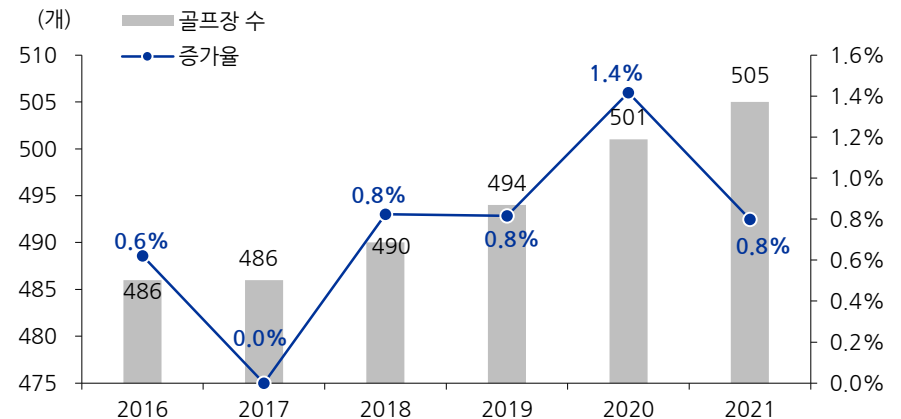


자료: 한국골프장경영협회, 유진투자증권

## 소규모 야외운동+해외출국 인구 흡수 = 골프 이용자 수 급증

- 코로나19를 통해 골프 업종은 전성기를 맞이했음.
- 크고 넓은 필드에서 소수만이 즐기는 골프 특성상 코로나에 안전하다는 인식과 2020년 -85%, 2021년 -71%로 급감한 해외 출국 수요 등을 흡수한 덕분.
- 2019년까지 완만하게 증가하던 골프인구는 2020년 4,600만명 (+12.1% YoY), 2021년 5,000만명 (+8.2% YoY) 을 돌파.
- 폭증하는 골프 이용자수 증가에 비해 골프장 증가는 따라가지 못함. 근 2년간 극심한 초과수요 상태를 보였음.
- 초과수요 속 야외 골프장들의 그린피도 덩달아 큰 폭의 상승이 있었음.

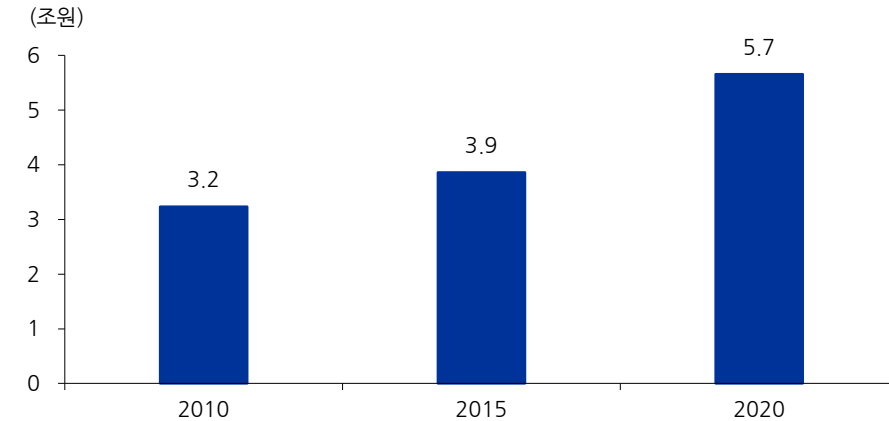
골프장 수도 꾸준히 증가 중



자료: 한국골프장경영협회, 유진투자증권

## 2. 골프장 매출 및 수익성 급증

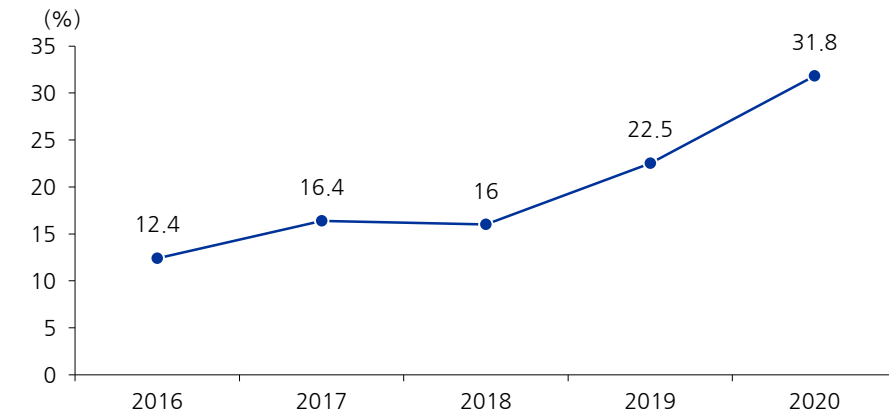
골프장 전체 매출액 추이



자료: 한국레저산업연구소, 유진투자증권

- 폭증하는 골프 이용자수와 그에 맞추지 못한 골프장 증가율로 인해 실외 골프장 매출액과 영업이익률 또한 폭증.
- 한국레저산업연구소에 따르면, 2010년 전체 골프장의 매출액은 3.2조원 수준이었지만, 2020년 5.7조원으로 상승하였음.
- 골프장 사업 특성상, Capa 비중이 높기 때문에 영업 레버리지 효과가 큼. 2020년 골프장 이용자 수가 폭증하자 골프장 전체 영업이익률도 31.8%로 폭증하는 모습을 보임.

골프장 전체 영업이익률 추이



자료: 한국레저산업연구소, 유진투자증권

### 3. 회원제 골프장↓ 대중제 골프장↑

### 대중제 골프장 비중은 더욱 급증

대중제 골프장과 회원제 골프장의 차이

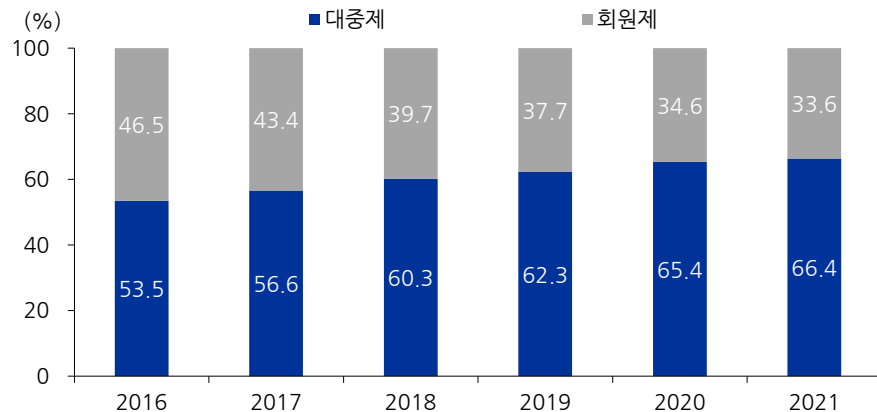
| 구분  | 회원제    | 대중제   | 차이     |
|-----|--------|-------|--------|
| 취득세 | 12%    | 4%    | 3배(주)  |
| 재산세 | 4%     | 0.25% | 16배(주) |
| 개소세 | 21,000 | -     | -      |

자료: 산업자료, 유진투자증권

(주) 대표 세율 기준

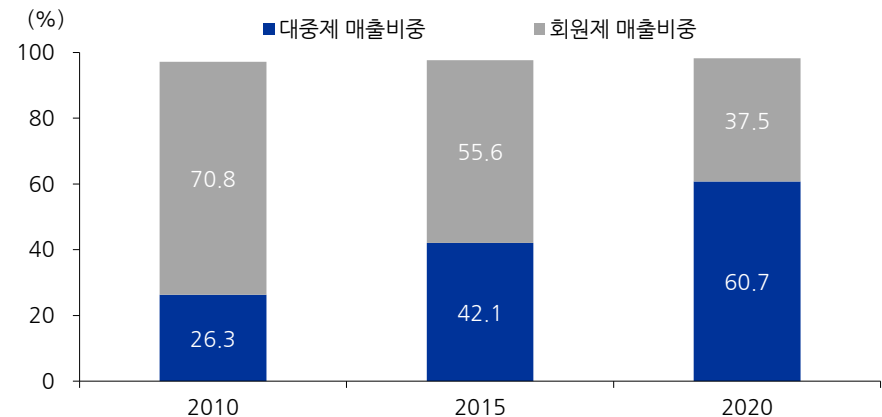
- 골프 이용객 폭증에는 '대중제 골프장'의 역할이 컸음.
- 대중제 골프장은 회원제와 다르게 입회 보증금 등 자격 요건 없이 예약만 하면 누구나 골프 플레이가 가능한 골프장. 정부는 골프 대중화를 위해 취득세, 재산세를 대폭 완화하고 개소세를 없애는 인센티브를 대중제 골프장에 부여.
- 2010년 이후 저금리 기조+세제 혜택을 통해 대중제 골프장 매출 비중은 폭증.(2010년 26.3%→2020년 60.7%)
- 코로나로 유입된 대다수 골퍼가 대중제 골프장을 이용하며, 이용고객자 수 비중도 66.4% 돌파.
- 예약 경쟁으로 그린피 상승. 대중제 골프장은 매출액과 영업이익률이 급증하는 전성기를 맞이.

대중제 골프장 이용고객 수 비중 꾸준히 증가



자료:한국골프장경영협회,유진투자증권

대중제 골프장 매출 비중 폭증



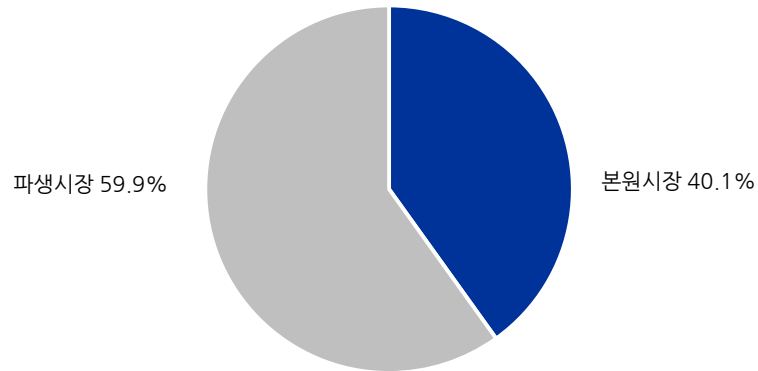
자료:한국레저산업연구소,유진투자증권



## 4. 골프 산업 파생 시장 확대

### 본원시장과 파생시장으로 구성된 골프 시장

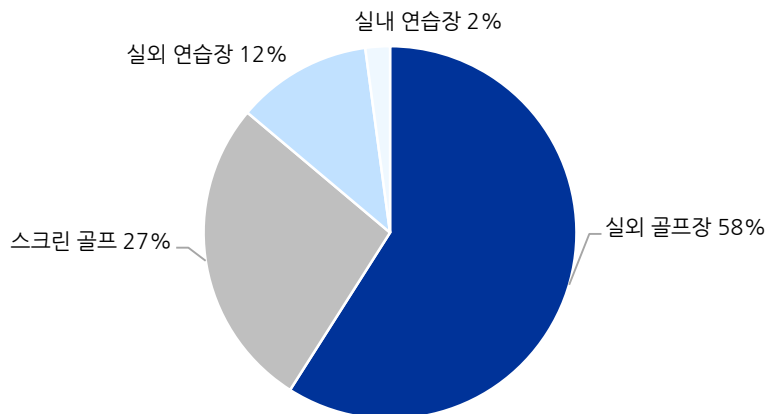
본원시장, 파생시장 구성비



자료: 유원골프산업, 한국골프산업백서 2020, 유진투자증권

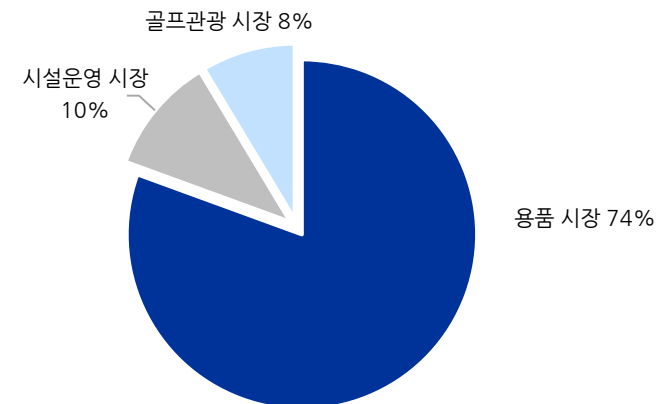
- 골프 시장은 본원시장과 파생시장으로 구분.
- 본원시장은 골프 핵심인 골프 경기 관람, 골프장 이용, 스크린 골프 등이 포함됨. 파생시장은 골프용품, 골프장 운영, 관광 등으로 구성.
- 전체 시장 중에서 본원시장은 40.1%, 파생시장은 59.9% 차지. 파생시장이 본원시장 보다 더 큰 양상을 보이고 있음.
- 본원시장은 실외 골프장이 58%로 가장 크고, 스크린 골프, 실외 연습장, 실내 연습장 순으로 구성.
- 파생시장은 골프 용품시장이 74%로 가장 크며 시설 운영, 골프 관광이 뒤를 잇고 있음.

본원시장: 실외골프장 > 스크린골프 > 실외 연습장 > 실내 연습장



자료: 유원골프산업, 한국골프산업백서 2020, 유진투자증권

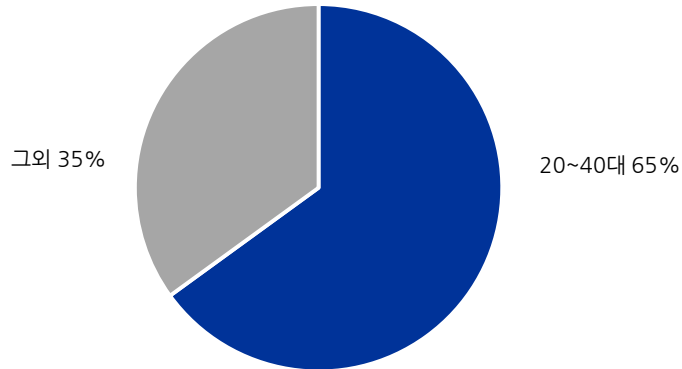
파생시장: 용품 > 시설운영 > 골프관광



자료: 유원골프산업, 한국골프산업백서 2020, 유진투자증권

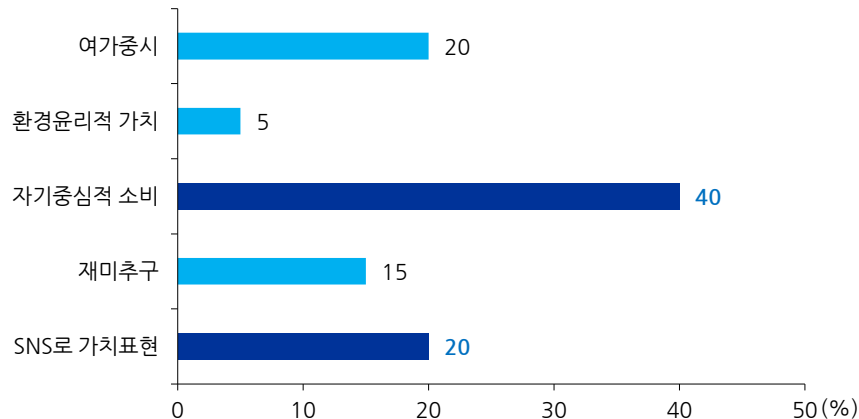
## 5. 골프장 호황 (1) MZ 세대의 유입

골프 신규 유입자 65%가 20~40대



자료: 골프존, 유진투자증권

MZ세대의 대표적 특징

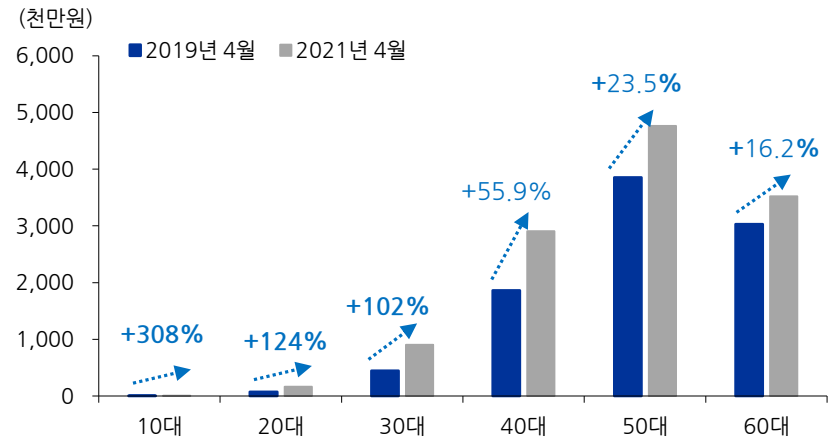


자료:헤럴드 경제, 유진투자증권

## 40대 이상 운동인 골프에 MZ세대 유입

- 이번 골프 호황의 가장 큰 특징은 (1) MZ세대 (2) 여성 골퍼의 대량 유입이 있음.
- 최근 골프 신규 유입자 65%가 20~40대. 그동안 40대 이상 남성의 전유물이던 골프에 새로운 세대들이 유입된 것.
- 비즈니스 또는 친목을 위해 골프를 즐겼던 기존 40대 이상과 달리, MZ 세대에게 골프는 자신에게 아끼지 않는 소비행태와 SNS에 개성을 드러내는 '인싸' 문화.
- 2019년 4월 대비 2021년 4월 골프 관련 소비액은 MZ 세대에서 폭증하고 있는 모습을 보이고 있음.

MZ세대의 골프 소비액 폭발적 증가

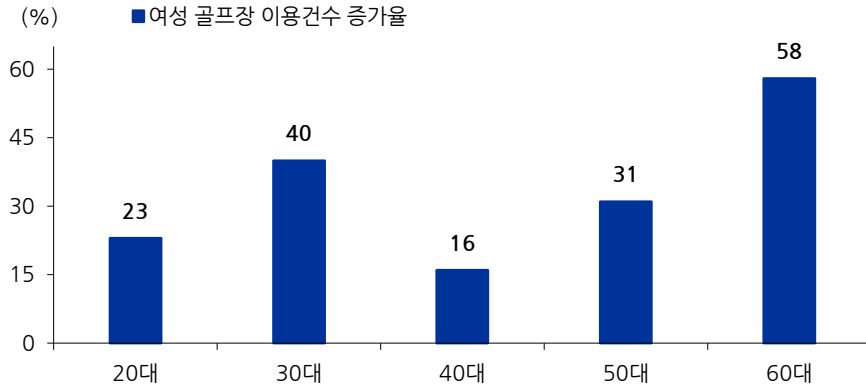


자료:비씨카드 AI빅데이터 본부, 유진투자증권  
주: 증가율은 2019년 4월 대비 2021년 4월 소비액 증가

## 5. 골프장 호황 (2) 여성골퍼의 유입

### 여성골퍼의 골프 소비 증가율 남성보다 높음

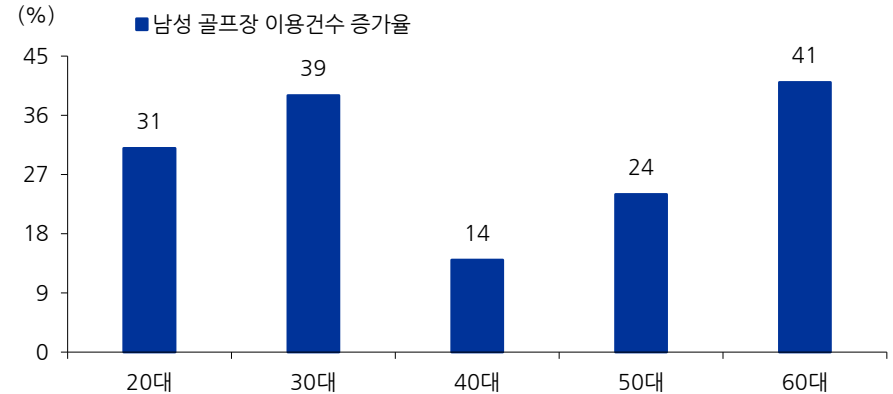
여성의 골프장 이용건수 증가율



자료: 신한카드, 유진투자증권

\*증가율은 2019년 상반기 대비 2021년 상반기 신용카드 이용건수 기준

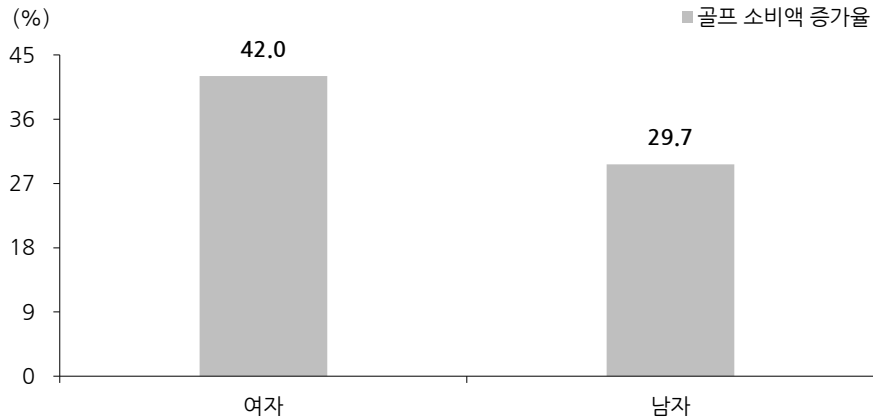
남성의 골프장 이용건수 증가율



자료: 신한카드, 유진투자증권

\*증가율은 2019년 상반기 대비 2021년 상반기 신용카드 이용건수 기준

여성 골퍼의 골프 소비 증가율은 남성보다 높게 나타남



자료:비씨카드 시빅데이터 본부, 유진투자증권

주: 증가율은 2019년 4월 대비 2021년 4월 소비액 증가

- 중년 남성의 전유물로 여겨졌던 골프에 여성 증가세 뚜렷.
- 2019년 대비 2021년 20대 제외 연령층에서 여성 유입율이 남성보다 높았음.
- 비씨카드에 따르면, 골프 소비액 증가율은 여성이 42.0%로 남성 29.7%보다 높은 것으로 나타남.



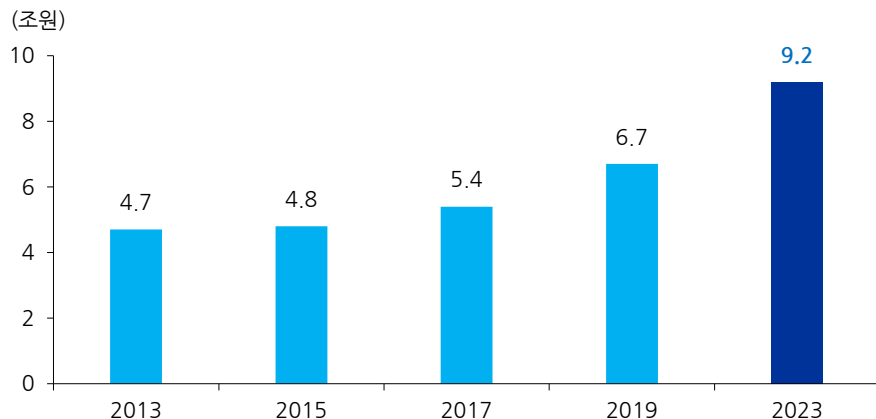
02

## 2022년 골프 산업 전망

# 1. 코로나 이후에도 골프 산업 성장 지속

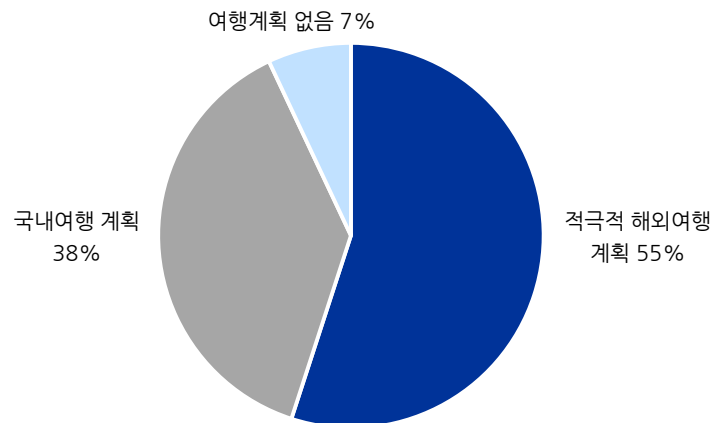
2023년 9.2조원 예상

2023년 9.2조원의 시장이 예상되는 골프 산업



자료: 현대경제연구원, 유진투자증권

해외입국자 자가격리 제도 폐지 이후 해외여행에 대한 설문



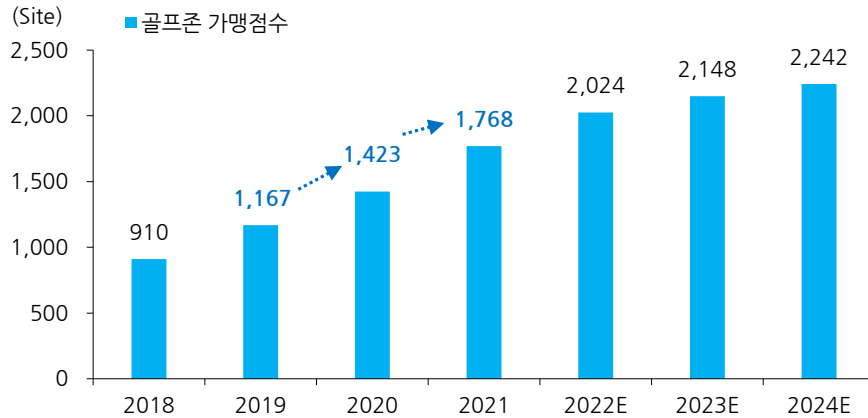
자료:티문(22.04.03),유진투자증권

- 현대경제연구원에 따르면, 2023년 골프 산업 규모는 9.2조원을 달성할 것으로 전망.
- MZ세대, 여성 골퍼의 대량 유입은 골프 산업 세대 교체 밑바탕이 되고 있으며, 과거 반짝 성장 후 침체기를 맞이했던 일본과는 다른 양상을 보이며 중장기적으로 성장을 이어나갈 것.
- 다만 단기적 관점에서 산업군 별 성장 차이가 날 것으로 예상.
- 골프장은 늘어난 골프 이용자 수를 통해 여전히 높은 매출액과 이익률을 보일 것으로 예상. 다만 해외여행 수요를 흡수했던 만큼 성장을 자체는 하향 안정화 될 것으로 판단.
- G마켓과 옥션에 따르면, 최근 정부의 해외입국자 자가격리 제도 폐지 이후 한달(22.03.11~04.10) 기준 해외 항공권 판매 증가율은 876%, 현지투어 상품 판매량은 781% 증가. 그동안 억눌려왔던 해외여행 보복 소비가 가시화되고 있는 것.
- 또한 최근 대중제 골프장 그린피 논란으로 그린피 하향 안정화 추세도 단기 지속 예상.
- 반면, 새로이 골프로 유입된 MZ세대, 여성골퍼 그리고 이들의 1인당 골프 소비 매출액 증가 기조 下 스크린 골프, 골프 용품, 골프 웨어쪽 수요는 꾸준히 증가할 것으로 판단.

## 2. 스크린 골프장 성장 지속 전망

## 스크린 골프장은 해외 골프 수요에 있어 보완재

꾸준히 증가하고 있는 골프존 가맹점수

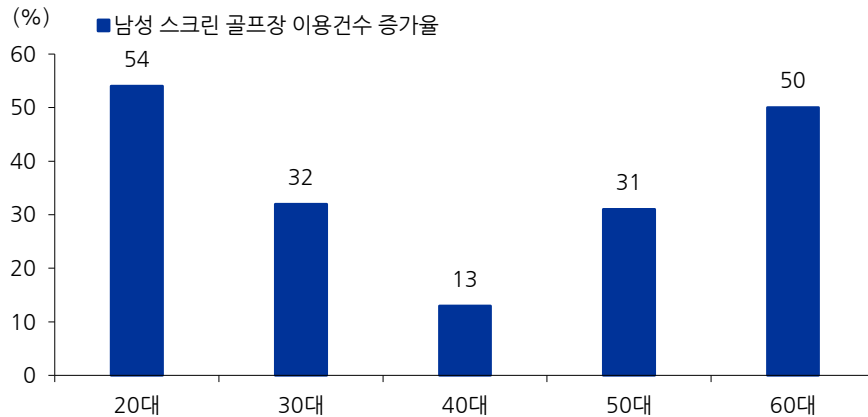


자료: 골프존, 유진투자증권

\*주: 2022년부터는 당사 자체 추정치

- 꾸준히 상승 구도를 달리던 스크린 골프장 또한 코로나 이후 폭발적 성장. 특히 2030, 5060대 구간에서 스크린 골프장 이용 건수 증가율이 크게 나타남. 접근성이 좋은 특징을 가지고 있어 시외에 위치한 골프 연습장 수요를 대체.
- 기존 스크린 골프장은 값 비싼 필드 골프의 대체재로 인식되었음. 실제로 필드 골프 성수기인 봄, 가을철에 스크린 골프는 비수기.
- 이번 코로나 사태 이후로 골프 유입 인구(특히 MZ세대)가 늘어나며 계절성 완화. 특히 센서 및 가상현실 기술을 통해 필드에 나가기 전 사전 연습 수요 증가가 원인.
- 향후 해외여행 재개로 증가할 해외 골프 수요에 있어 스크린 골프장은 보완재 역할을 수행함으로써, 증가하는 골프 인구 수혜를 계속 누릴 것으로 판단.

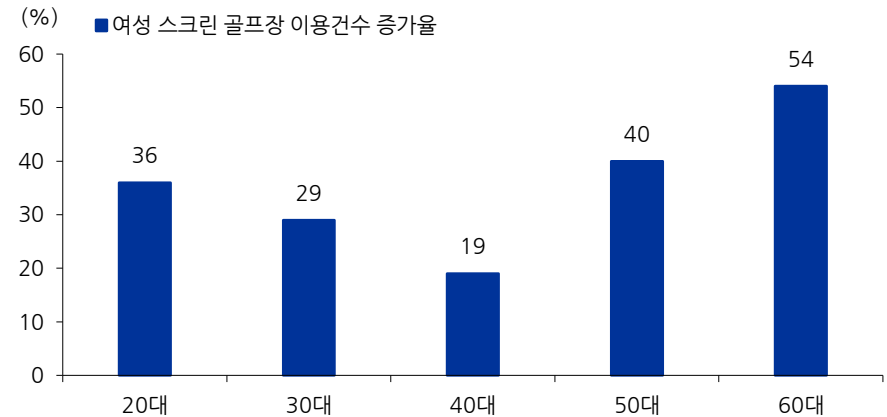
남성 스크린 골프장 이용건수 증가율



자료: 신한카드, 유진투자증권

\*주: 2019년 상반기 대비 2021년 상반기 신용카드 이용건수 기준

여성 스크린 골프장 이용건수 증가율



자료: 신한카드, 유진투자증권

\*주: 2019년 상반기 대비 2021년 상반기 신용카드 이용건수 기준

## 2. 스크린 골프장 성장 지속 전망

### 골프존의 MZ세대 공략법

골프존의 GDR 사업



자료: 골프존, 유진투자증권

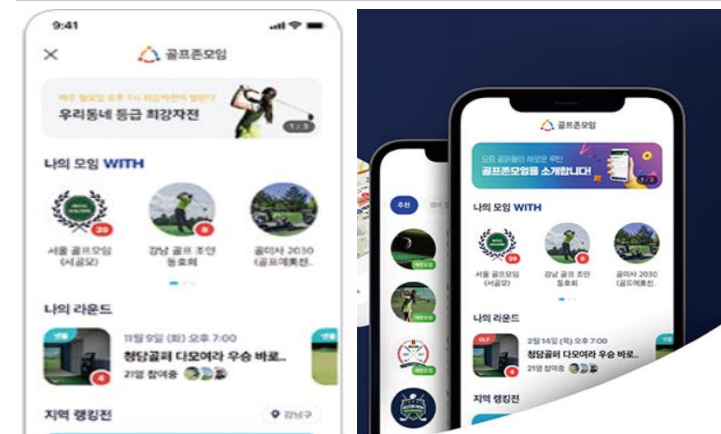
- 골프존은 골프 연습 시뮬레이터(GDR) 사업을 확장하고 있음.
- 기존 골프존의 스크린은 9홀 또는 18홀로 라운드를 즐길 수 있는 제품.
- GDR은 골프 연습에 특화되어 있으며, 스크린 골프의 리오프닝 보완재 성격을 강화해줄 뿐 아니라, 평일 레저로서 자리잡게 할 것으로 판단.
- 카셰어링 전문 브랜드 그린카와 MZ를 공략한 콜라보레이션도 진행. 골프존 시뮬레이터 스트로크 모드 안에서 행해지는 이벤트 뿐만 아니라 유튜브 채널 등을 활용하여 MZ 세대 골프족 일상 공략한다는 것이 목표.
- 또한 모임(동반자 구인)-예약-스코어 관리 등 골프 전반에 관한 서비스 플랫폼도 런칭.

MZ세대를 타깃으로 그린카와 콜라보레이션



자료:골프존,유진투자증권

인싸 골퍼를 위한 “골프존 모임“, “골맵”



자료:골프존,유진투자증권



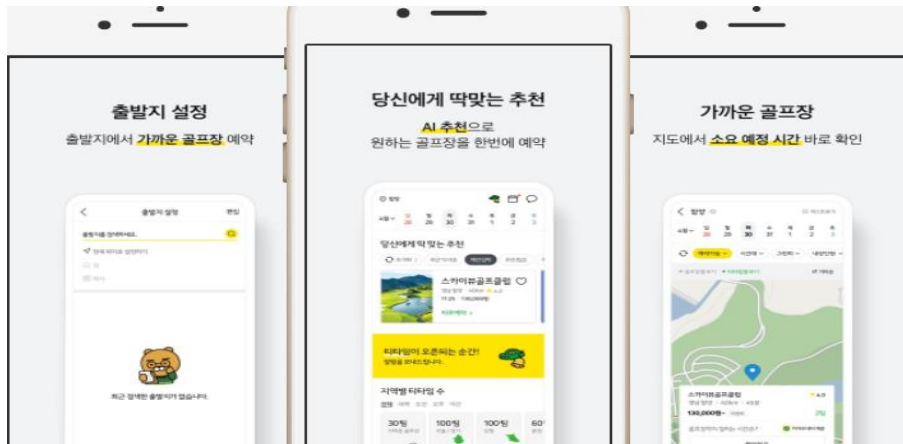
## 2. 스크린 골프장 성장 지속 전망

카카오의 인기 캐릭터들을 활용해 MZ를 공략하는 카카오VX



자료: 카카오VX, 유진투자증권

카카오의 골프 IT 플랫폼 “카카오골프예약”



자료: 카카오VX, 유진투자증권

## 카카오VX의 MZ세대 공략법

- 카카오VX는 IT역량과 특유의 캐릭터를 접목시켜 MZ 세대를 공략하고 있음.
- 기본 전략은 카카오 인기 캐릭터를 이용한 ‘프렌즈 스크린’. 밝고 생동감 넘치는 디자인으로 SNS에 업로드하기 좋게 사진 촬영 가능. 2021년 카카오VX 매출액은 1,157억원으로 전년비 102.3% 증가.
- IT 기술을 기반으로 골프장 예약-체크인-귀가까지 원스톱 솔루션인 “카카오골프예약” 서비스도 제공. 2020년 대비 2021년 예약수 116.7%, 취급액 124% 성장.
- 또한 그래픽, 센서, 맞춤형 데이터를 활용한 골프 연습 플랫폼 프아 출시. 스윙 자세 교정, 체중 이동 등 상세한 골프 연습 가능.

골프 연습 플랫폼 “프아(프렌즈아카데미)”

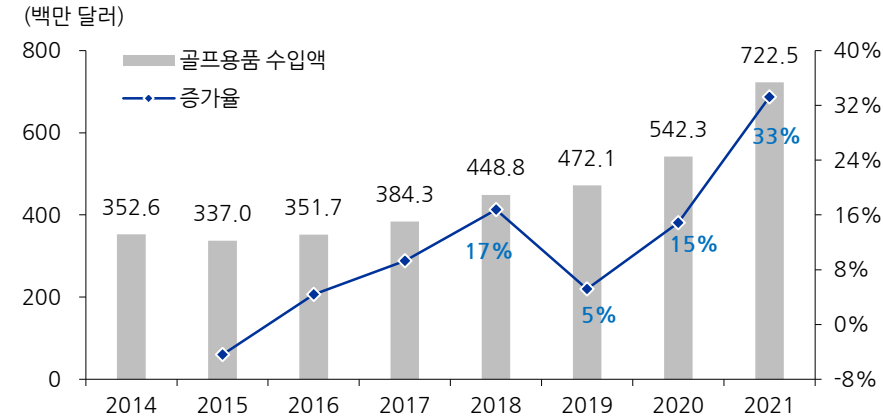


자료: 카카오VX, 유진투자증권

### 3. 골프 용품 시장 - 수입액 급증

### 골프 용품 시장 성장 지속

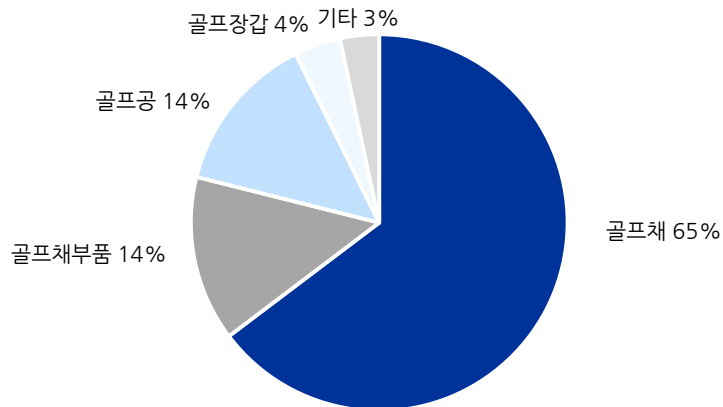
#### 폭증하고 있는 골프 용품 수입액



자료: 관세청, 유진투자증권

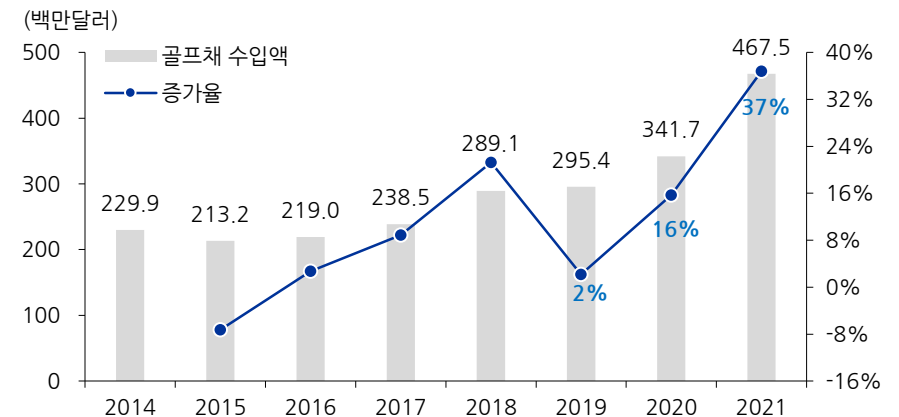
- 골프 용품 시장도 증가한 MZ 및 여성 골프 인구, 1인당 골프 소비액 증가 기조에 따라 안정적 성장이 전망됨.
- 골프 용품은 수출보다 수입이 압도적으로 많은 특징이 있음. 인기 브랜드가 대부분 해외 브랜드이기 때문. 2021년 골프 용품 수입액은 7.2억달러로 전년대비 33.2% 성장했음.
- 2021년 골프 용품 수입 내역으로는 **골프채가 65%로 압도적 1등**을 차지했으며, 2021년 골프채 수입액은 4.8억달러로 전년대비 36.8% 성장하며 전체 수입액 대비 오히려 올랐음.

#### 2021년 골프 용품 수입액 비중: 골프채가 압도적으로 높아



자료: 관세청, 유진투자증권

#### 골프채 수입액 추이



자료: 관세청, 유진투자증권

### 3. 골프 용품 시장 - 주요 제품들

골프 용품 시장 성장 지속

타이틀리스트의 골프채



자료: 타이틀리스트, 유진투자증권

캘러웨이 로그ST 맥스드라이버



자료: 캘러웨이, 유진투자증권

미즈노 골프 용품



자료: 미즈노, 유진투자증권

핑 골프 용품

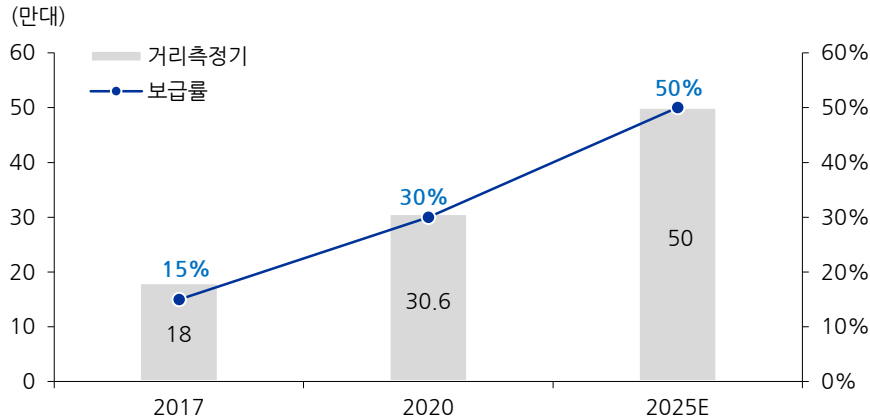


자료: 핑, 유진투자증권

### 3. 골프 용품 시장 - 거리측정기, 시뮬레이터

골프 IT용품도 큰 성장 보일 것

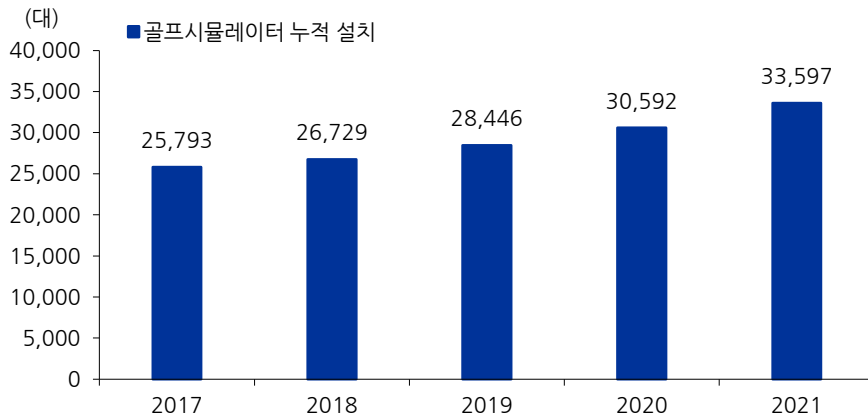
골프+IT 기초 강화로 거리 측정기 보급률도 높아질 전망



자료: 업계자료, 유진투자증권

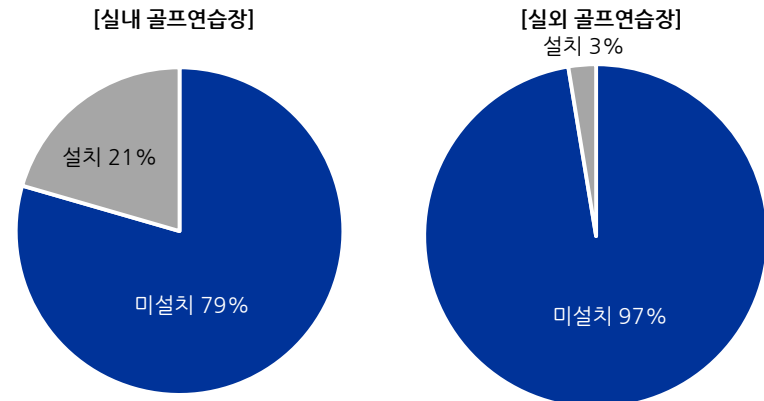
- 디지털 전환의 바람은 골프 업계에도 불고 있음. 골프존, 카카오VX는 스마트 골프를 천명하며 관련 IT 기술 접목하고 있음.
- 이미 디지털에 익숙한 MZ 세대에게 경쟁력을 가지기 위해서라도 IT H/W 설치 등 디지털 전환은 필수.
- 골프 거리측정기는 2025년 침투율 50%를 달성할 것으로 전망되고, 골프존의 골프 시뮬레이터 누적 설치량도 꾸준한 성장세를 보임.
- 또한 골프 연습장 스크린 타석 침투율은 매우 낮은 상태로, 침투할 수 있는 여력이 많이 남아있음.

골프존의 골프시뮬레이터 누적 설치량



자료: 골프존, 유진투자증권

골프 연습장 스크린 타석 침투율 현황

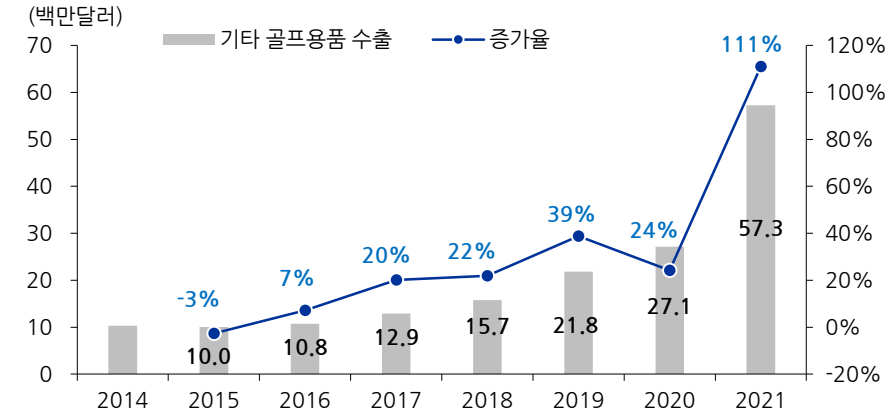


자료:문제부(2021), 유진투자증권

### 3. 골프 용품 시장 - 수출 큰 폭 증가

#### 수출 잠재력도 있는 골프 IT용품

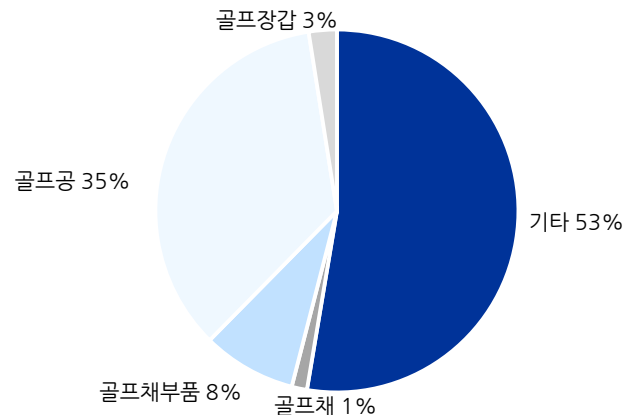
큰 폭의 수출 증가를 보이는 기타 골프용품(시뮬레이터, 론치모니터, 거리측정기)



자료: 관세청, 유진투자증권

- 골프 용품 수입이 압도적으로 많은 한국에서 눈에 띄는 수출 증가를 보이는 것은 기타 골프용품(시뮬레이터, 론치모니터, 거리측정기 등)
- 2021년 5,700만 달러를 수출하였으며 전년대비 111% 성장하였음.
- 2021년 기준 수출 비중에서도 53%를 차지하며 가장 큰 비중을 기록.
- 골프 IT H/W는 국내 시장 침투율 증가뿐 아니라 미국, 중국 등 커지고 있는 골프 시장에서 핵심 수출 상품으로 자리매김 할 것으로 판단. 관련 사업에 주목을 가질 필요 있음.

골프 수출량에서도 가장 큰 비중을 차지하고 있는 기타 골프용품(시뮬레이터 등)



자료: 관세청, 유진투자증권

### 3. 골프 용품 시장 - 주요 제품

#### 수출 잠재력도 있는 골프 IT용품

브이씨의 거리측정기



자료: 브이씨, 유진투자증권

브이씨 시뮬레이터, 론치모니터



자료: 브이씨, 유진투자증권

골프버디(골프존 계열) 거리측정기



자료: 골프버디, 유진투자증권

골프존 시뮬레이터, 론치모니터

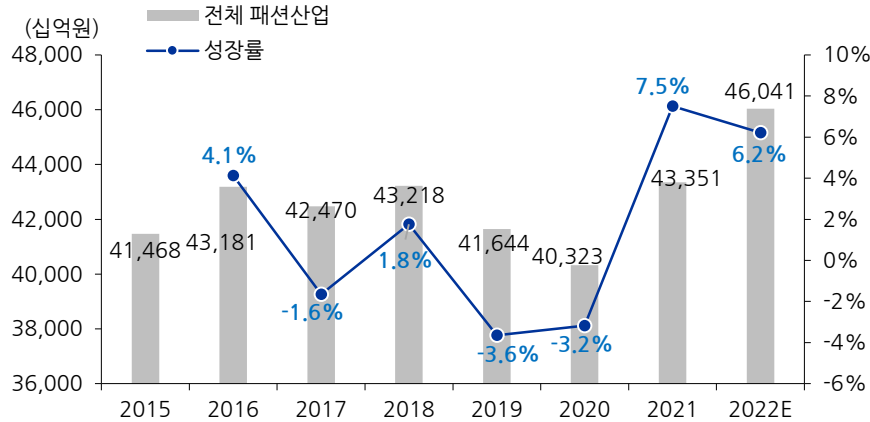


자료:골프존, 유진투자증권

## 4. 골프 웨어 시장 - 올해도 고성장 예상

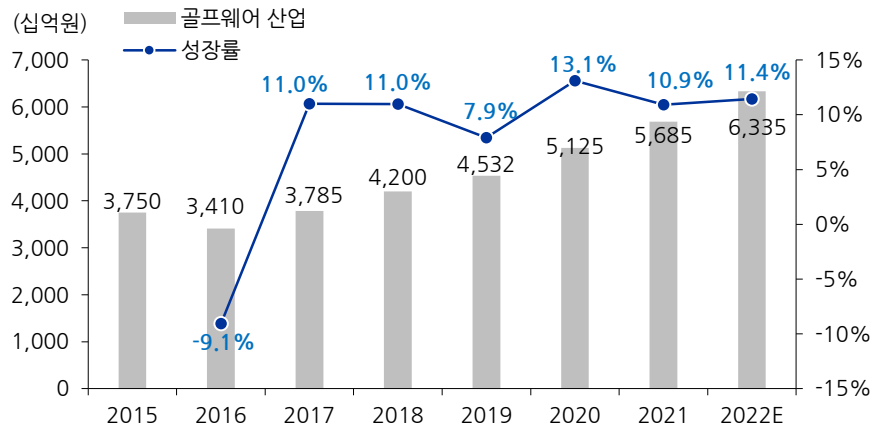
### 골프웨어는 오히려 리오프닝 수혜

올해 전체 패션 산업은 전년비 6.2% 성장이 전망



자료: 한국섬유산업연합회, 유진투자증권

꾸준히 전체 패션 산업 오버퍼폼 & 오히려 리오프닝 수혜 기대인 골프웨어 산업

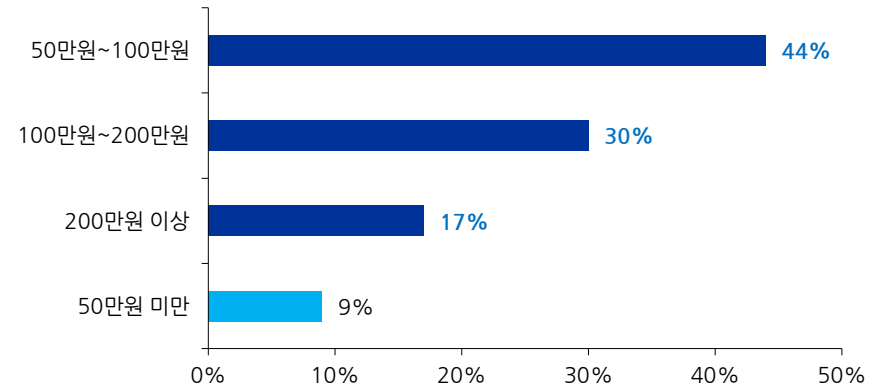


자료: 한국레저산업연구소, 유진투자증권

\*2021, 2022년은 추정치

- 2022년 한국 전체 패션산업 전망은 46조원으로 전년대비 6.2% 성장이 기대됨. 2021년부터 높은 성장률을 보이고 있는 것이 특징. **골프웨어 산업**은 2022년 6.3조원으로 전년대비 11.4% 성장할 것으로 전망됨. 골프웨어 산업은 전체 패션 시장의 둔화를 보인 **2017년부터 압도적으로 전체 패션 산업을 아웃퍼폼** 했음.
- 해외 여행 재개로 골프 수요 둔화 우려 존재. 하지만 반대로, 해외 여행 재개시 **해외 골프 수요도 폭증할** 것으로 예상됨. 최근 티몬 설문조사에서 높은 1인당 예산 성향 보이며 보복 소비 조짐. 또한 여행 준비 기간도 **2019년 평균이 1개월이었던 것에 비해 최근 5개월까지 길어짐**. “기왕 가는거, 제대로 준비해서 가자” 라는 심리가 반영된 것으로 판단. 해외 여행 보복 소비로 골프웨어 수혜 가능성 높아.
- 골프웨어 시장은 대중제 골프장, 스크린 골프장을 통한 골프 유입 인원 확업+MZ 세대의 높은 골프웨어 소비 지출 성향 + 해외 골프 여행 보복 소비로 높은 성장률을 이어갈 것으로 판단됨.

1인당 여행 예산 설문: 초저예산 비중 매우 낮아

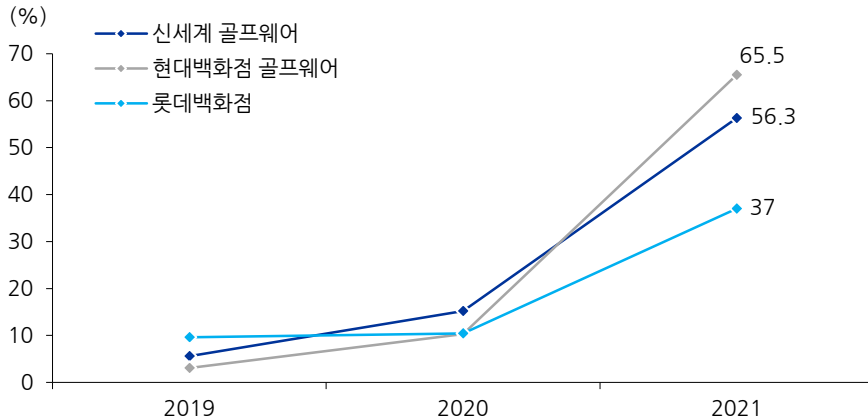


자료: 티몬, 유진투자증권

## 4. 골프 웨어 시장 - 올해도 고성장 예상

### (1)MZ의 선택: 고가 브랜드

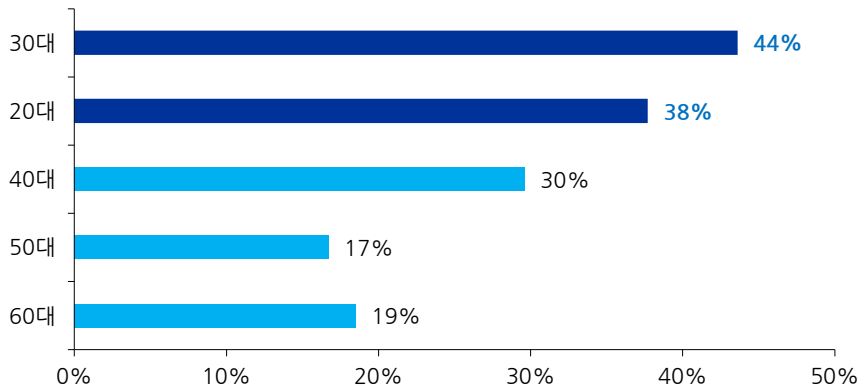
2021년 백화점 3사 골프웨어 매출액 급증



자료: 각 사, 언론, 유진투자증권

- MZ세대의 자신을 위해서 돈을 아끼지 않는 소비 성향과 특유의 SNS 인싸 문화가 합쳐지며 골프 고가 브랜드 매출액 급증.
- 2021년 현대, 신세계, 롯데 백화점의 골프웨어 매출액은 전년대비 각각 65.5%, 56.3%, 37%의 고성장을 시현. 특히 신세계 백화점 기준, 골프웨어 연령별 매출액 증가율을 보면, 30대 44%, 20대 38%로 MZ세대의 매출 증가율이 큰 것을 확인할 수 있음.
- 브랜드별로도 고가 브랜드인 PXG, 타이틀리스트, 파리게이츠는 각각 35%, 15~20%, 18% 매출 성장한 것으로 파악되고 있음.
- 코오롱FnC는 지난해 미국 골프웨어 브랜드 지포어(G/FORE)를 선보였음. 지포어는 '럭셔리' 전략을 사용하여 작년 매출 500억원, 매장 16개 까지 확장. 럭셔리함과 이색적인 컬러, 디자인을 무기로 내세움.

2021년 신세계 백화점 골프웨어 연령별 증가율: 2030이 가장 커



자료: 신세계 백화점, 언론, 유진투자증권



## 4. 골프 웨어 시장 - 올해도 고성장 예상

### (1) MZ의 선택: 고가 브랜드

PXG 골프웨어



자료: PXG, 유진투자증권

타이틀리스트 골프웨어



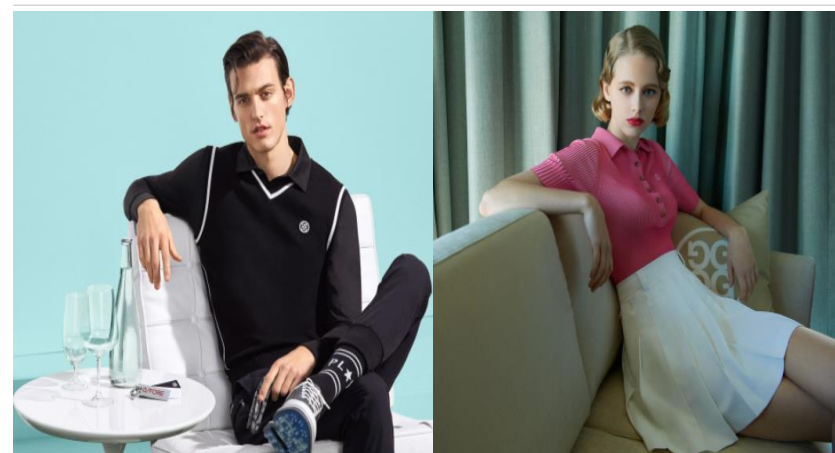
자료: 타이틀리스트, 유진투자증권

파리게이츠 골프웨어



자료: 파리게이츠, 유진투자증권

코오롱FnC의 지포어(G/FORE) 골프웨어



자료:지포어, 유진투자증권

## 4. 골프 웨어 시장 - 올해도 고성장 예상

### (2)MZ의 선택: 개성 넘치는 디자인

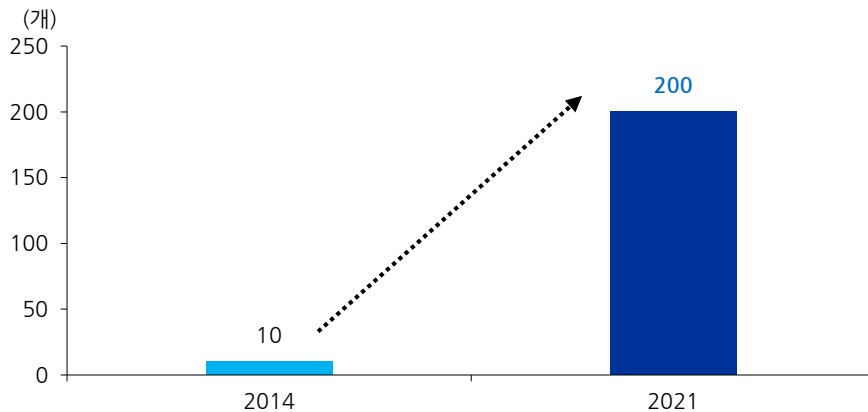
개성 및 형식에 구애받지 않는 MZ세대의 골프웨어 취향



자료: 말본, 유진투자증권

- 고급 브랜드 뿐 아니라, 기존의 틀을 깨는 개성 넘치는 디자인도 각광을 받고 있음. 특히 기존 '골프의류' 라고 정립된 디자인을 거부하는 모습을 보임.
- MZ세대의 골프웨어 요구에는 '형식' 의 전환도 있음. 꼭 골프 플레이를 할 때만 입는 옷이 아닌 일상에서 입을 수 있는 옷을 요구함과 동시에 다양한 컬러, 스타일을 추구하고 있음.
- 이런 트렌드는 실외 골프장에서도 반영되는 추세. XGOLF에 따르면, 복장 규정이 엄격한 실외 골프장에서 반바지를 허용하는 곳이 2014년 10곳에서 2021년 200곳으로 급증한 것.
- 기존 골프웨어 업체들도 MZ 성향을 위해 이미지 변신을 시도 중. 까스텔바작은 2021년 박신혜를 새로운 모델로 선정해 '기존 골프의류' 이미지를 탈피하려 노력 중.

반바지 허용 야외 골프장 급증



자료: XGOLF, 유진투자증권

MZ에 맞춰 이미지 변신을 시도하는 까스텔바작



자료: 까스텔바작, 유진투자증권

## 4. 골프 웨어 시장 - 올해도 고성장 예상

### (2)MZ의 선택: 개성 넘치는 디자인

아페쎬(A.P.C) 골프



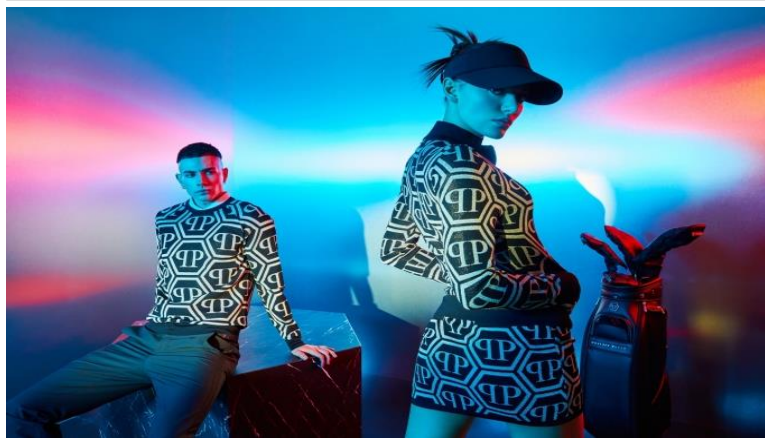
자료: 아페쎬, 유진투자증권

어뉴 골프웨어



자료: 어뉴, CJ온스타일, 유진투자증권

필립플레인 골프웨어



자료: 신세계 인터네셔널, 유진투자증권

로드로아르 골프웨어



자료:로드로아르, 유진투자증권



03

## 골프 관련업체 Valuation Table



# Value Chain

## 본원시장



### 골프장운영

- 남화산업
- 티와이홀딩스
- KMH
- 용평리조트
- 강원랜드
- 대명소노시즌
- 아난티
- 베뉴지
- 골프존카운티



### 스크린 골프

- 골프존
- 카카오VX
- 라온피플(스크린골프 센서)

## 파생시장

### 골프웨어&용품(골프채 등)

- 크리스에프앤씨
- 까스텔바작
- 코오롱인터
- 코웰패션
- 브랜드엑스코퍼레이션
- 한세실업
- 휠라홀딩스
- 골프존유통
- F&F
- LF



### 골프용품(IT관련)

- 브이씨
- 골프존뉴딘홀딩스
- 골프존데카(코넥스)



# Valuation Table

골프장 운영 Valuation Table

|           | 평균    | 남화산업  | 강원랜드    | 티와이홀딩스 | 용평리조트 | 아난티   |
|-----------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 주가        |       | 8,980 | 27,250  | 26,600 | 5,330 | 9,060 |
| 시가총액(십억원) |       | 184.9 | 5,830   | 1,355  | 256.6 | 775.6 |
| PER       |       |       |         |        |       |       |
| FY20A     | 17.8  | 34.6  | -       | 1.1    | -     | -     |
| FY21A     | 23.8  | 12.4  | -       | 8.1    | 27.2  | 47.6  |
| FY22F     | 15.8  | -     | 22.6    | 9.1    | -     | -     |
| FY23F     | 16.3  | -     | 15.3    | 13.0   | 20.5  | -     |
| PBR       |       |       |         |        |       |       |
| FY20A     | 1.3   | 1.6   | 1.5     | 0.9    | 0.5   | 2.0   |
| FY21A     | 1.3   | 1.1   | 1.5     | 1.0    | 0.6   | 2.4   |
| FY22F     | 1.1   | -     | 1.6     | 0.9    | 0.7   | -     |
| FY23F     | 1.0   | -     | 1.5     | 0.8    | 0.7   | -     |
| 매출액(십억원)  |       |       |         |        |       |       |
| FY19A     |       | 17.7  | 478.6   | 92.9   | 127.4 | 114.1 |
| FY20A     |       | 25.9  | 788.4   | 295.2  | 236.3 | 219.8 |
| FY22F     |       | -     | 1,376.6 | 310.0  | 153.8 | -     |
| FY23F     |       | -     | 1,642.0 | 325.5  | 277.8 | -     |
| 영업이익(십억원) |       |       |         |        |       |       |
| FY19A     |       | 7.5   | -431.6  | 1.6    | -7.0  | -31.7 |
| FY20A     |       | 13.8  | -52.7   | 11.2   | 30.7  | 59.7  |
| FY22F     |       | -     | 327.1   | 6.7    | 6.6   | -     |
| FY23F     |       | -     | 495.8   | 8.1    | 30.5  | -     |
| 영업이익률(%)  |       |       |         |        |       |       |
| FY20A     | -15.9 | 42.1  | -90.2   | 1.7    | -5.5  | -27.8 |
| FY21A     | 18.1  | 53.4  | -6.7    | 3.8    | 13.0  | 27.2  |
| FY22F     | 10.1  | -     | 23.8    | 2.2    | 4.3   | -     |
| FY23F     | 14.6  | -     | 30.2    | 2.5    | 11.0  | -     |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권

주: 2022년 4월 18일 종가 기준

# Valuation Table

스크린골프 Valuation Table

|           | 평균   | 골프존     | 라운파플   |
|-----------|------|---------|--------|
| 주가        |      | 167,100 | 13,800 |
| 시가총액(십억원) |      | 1,048.6 | 146    |
| PER       |      |         |        |
| FY20A     | 11.4 | 11.4    | -      |
| FY21A     | 14.4 | 14.4    | -      |
| FY22F     | 10.3 | 10.3    | -      |
| FY23F     | 8.8  | 8.8     | -      |
| PBR       |      |         |        |
| FY20A     | 3.0  | 1.9     | 4.2    |
| FY21A     | 3.8  | 3.8     | 3.7    |
| FY22F     | 2.9  | 2.9     | -      |
| FY23F     | 2.2  | 2.2     | -      |
| 매출액(십억원)  |      |         |        |
| FY19A     |      | 298.5   | 15.0   |
| FY20A     |      | 440.3   | 19.8   |
| FY22F     |      | 526.7   | -      |
| FY23F     |      | 567.6   | -      |
| 영업이익(십억원) |      |         |        |
| FY19A     |      | 51.6    | -4.6   |
| FY20A     |      | 107.7   | -6.8   |
| FY22F     |      | 141.3   | -      |
| FY23F     |      | 159.0   | -      |
| 영업이익률(%)  |      |         |        |
| FY20A     | -6.6 | 17.3    | -30.5  |
| FY21A     | -5.0 | 24.5    | -34.4  |
| FY22F     | 26.8 | 26.8    | -      |
| FY23F     | 28.0 | 28.0    | -      |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권  
주: 2022년 4월 18일 종가 기준

골프용품(IT H/W) Valuation Table

|           | 평균   | 브이씨    | 골프존뉴단홀딩스 | 뷰익스    | 골프존데카 |
|-----------|------|--------|----------|--------|-------|
| 주가        |      | 13,650 | 8,800    | 41,200 | 5,830 |
| 시가총액(십억원) |      |        |          |        |       |
| PER       |      |        |          |        |       |
| FY20A     | 9.0  | -      | 8.4      | 13.3   | 5.2   |
| FY21A     | 6.5  | -      | 2.8      | 12.5   | 4.1   |
| FY22F     | 11.3 | 10.7   | -        | 12.0   | -     |
| FY23F     | 10.9 | -      | -        | 10.9   | -     |
| PBR       |      |        |          |        |       |
| FY20A     | 1.1  | -      | 0.5      | 1.7    | -     |
| FY21A     | 1.3  | -      | 0.6      | 2.1    | -     |
| FY22F     | 1.7  | -      | -        | 1.7    | -     |
| FY23F     | 1.5  | -      | -        | 1.5    | -     |
| 매출액(십억원)  |      |        |          |        |       |
| FY19A     |      | 40.8   | 292.0    | 160.3  | 17.5  |
| FY20A     |      | 53.7   | 417.7    | 193.1  | 28.3  |
| FY22F     |      | 72.0   | -        | 212.2  | -     |
| FY23F     |      | 83.2   | -        | 232.5  | -     |
| 영업이익(십억원) |      |        |          |        |       |
| FY19A     |      | 6.5    | 30.0     | 29.1   | -0.9  |
| FY20A     |      | 8.4    | 73.2     | 34.8   | 2.9   |
| FY22F     |      | 12.2   | -        | 40.1   | -     |
| FY23F     |      | 15.7   | -        | 44.1   | -     |
| 영업이익률(%)  |      |        |          |        |       |
| FY20A     | 9.8  | 15.9   | 10.3     | 18.1   | -5.0  |
| FY21A     | 15.4 | 15.7   | 17.5     | 18.0   | 10.3  |
| FY22F     | 17.9 | 16.9   | -        | 18.9   | -     |
| FY23F     | 18.9 | 18.9   | -        | 19.0   | -     |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권  
주: 2022년 4월 18일 종가 기준



# Valuation Table

골프웨어 Valuation Table

|           | 평균   | 까스텔바작 | 크리스토프앤씨 | 코오롱인더   | F&F     | LF      |
|-----------|------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 주가        |      | 9,760 | 43,200  | 59,300  | 152,000 | 18,650  |
| 시가총액(십억원) |      | 64.4  | 506     | 1,632   | 5,822.7 | 545.3   |
| PER       |      |       |         |         |         |         |
| FY20A     | 13.4 | 14.9  | 7.9     | 6.0     | -       | 24.8    |
| FY21A     | 10.9 | -     | 7.6     | 11.2    | 20.8    | 4.3     |
| FY22F     | 9.7  | -     | 5.9     | 8.6     | 14.6    | -       |
| FY23F     | 8.2  | -     | 5.3     | 7.2     | 12.0    | -       |
| PBR       |      |       |         |         |         |         |
| FY20A     | 0.7  | 0.9   | 1.2     | 0.6     | -       | 0.3     |
| FY21A     | 3.4  | 1.0   | 1.6     | 0.9     | 13.2    | 0.4     |
| FY22F     | 2.8  | -     | 1.3     | 0.7     | 6.5     | -       |
| FY23F     | 2.0  | -     | 1.0     | 0.7     | 4.4     | -       |
| 매출액(십억원)  |      |       |         |         |         |         |
| FY19A     |      | 67.3  | 292.4   | 3,970.3 | -       | 1,610.5 |
| FY20A     |      | 74.7  | 375.9   | 4,662.1 | 1,089.2 | 1,793.1 |
| FY22F     |      | -     | 442.9   | 5,061.0 | 1,883.6 | -       |
| FY23F     |      | -     | 495.7   | 5,376.1 | 2,239.3 | -       |
| 영업이익(십억원) |      |       |         |         |         |         |
| FY19A     |      | 7.5   | 49.8    | 163.2   | -       | 77.1    |
| FY20A     |      | -4.3  | 87.1    | 252.7   | 322.7   | 158.9   |
| FY22F     |      | -     | 112.3   | 287.7   | 549.1   | -       |
| FY23F     |      | -     | 125.2   | 337.6   | 664.6   | -       |
| 영업이익률(%)  |      |       |         |         |         |         |
| FY20A     | 9.3  | 11.2  | 17.0    | 4.1     | -       | 4.8     |
| FY21A     | 12.3 | -5.8  | 23.2    | 5.4     | 29.6    | 8.9     |
| FY22F     | 20.1 | -     | 25.3    | 5.7     | 29.2    | -       |
| FY23F     | 20.4 | -     | 25.3    | 6.3     | 29.7    | -       |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권

주: 2022년 4월 18일 종가 기준

# 골프산업 관련 유망주

## 2차전지 관련 유망주

| 구분          | 기업명      | 투자포인트                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 스크린골프       | 골프존      | ① 매출에 직접적인 영향을 주는 가맹점 수, 분기당 라운드 수, 골프시뮬레이터 시스템 수의 지속적인 증가<br>② 2021년말 기준, 해외 18개의 직영점을 운영하고 있으며 2019년 201억원에서 2021년 519억원으로 높은 매출 성장세를 보이고 있음<br>③ 2022년 예상 매출액 5,067억원, 영업이익 1,155억원으로 전년동기비 15.1%, 7.3% 증가하며 안정적인 실적 및 수익성 상승세 유지 전망 |
| 골프용품(II 관련) | 골프존뉴단홀딩스 | ① 골프용품 사업부문(골프존데카, 골프존유통) 2019년 1,798억원에서 2021년 3,449억원으로 급격한 상승세 시현<br>② 브랜드로열티, 지분법 이익 및 임대사업 등 지주사업부문 매출액도 크게 증가하고 있음. 향후 동사 안정적 실적 성장에 기여할 것<br>③ 2022년 예상 매출액 4,701억원, 영업이익 840억원으로 전년동기비 12.5%, 14.7% 증가 전망                       |
| 골프웨어&용품     | 까스텔바작    | ① 플래그십 매장 오픈을 통해 브랜드 가치 및 오프라인 유통 강화 추진. MZ세대에게 주목 받고 있는 '블랙클로바' 국내 사업권 획득하였음<br>② 온라인 전용 상품을 개발, 무신사와 같이 이커머스 플랫폼과의 협업도 강화하여 외부 채널 또한 확대 예정<br>③ 비효율 점포 정리를 통해 160개 매장을 136개로 축소. 1분기 매장 평균 매출 34% 상승하였으며 비용 절감 효과 기대                  |
| 골프장 운영      | 남화산업     | ① 대중제 골프장을 운영, 3개 코스 54홀을 보유 중이며 국내 세번째 규모. 2021년 기준 53.4%의 영업이익율을 보이는 등 높은 수익성 기록<br>② KTX 무안공항역 신설 예정으로 완공되면 중장기적으로 내장객 및 투숙객 확대에 긍정적<br>③ 2022년 예상 매출액 304억원, 영업이익 158억원으로 전년동기비 10.1%, 6.4% 증가하며 최대 실적 경신할 것으로 예상                   |
| 골프용품(II 관련) | 브이씨      | ① 정밀 GPS 등 기술을 통해 전국 221개 골프장과 제휴 중. 전 세계 3.8만개의 골프 코스 데이터베이스 보유중이며 지속적인 신제품으로 안정적 성장 기대<br>② 시뮬레이터, 론치모니터 포트폴리오 확장을 통한 외형성장도 기대됨<br>③ 2022년 예상 매출액 707억원, 영업이익 139억원으로 고성장 기대. 또한 현재 주가는 공모가 이하로 거래 중으로 밸류에이션 매력도 있음                   |

자료: 유진투자증권

# Valuation Table

골프산업 유망주 Valuation Table

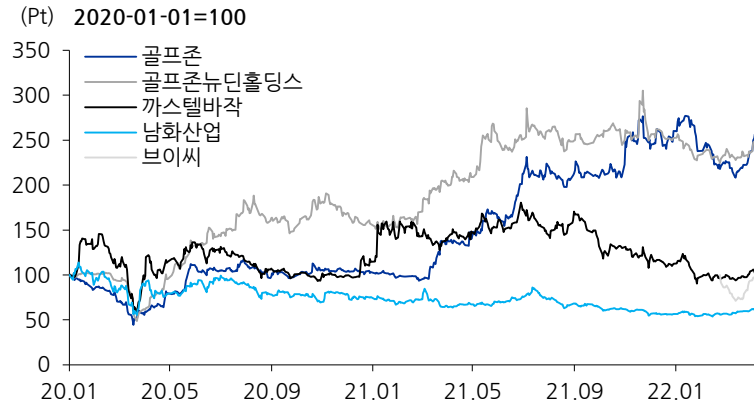
|           | 평균   | 골프존     | 브이씨    | 골프존뉴딘홀딩스 | 남화산업  | 까스텔바작 |
|-----------|------|---------|--------|----------|-------|-------|
| 투자의견      |      | BUY     | NR     | NR       | NR    | NR    |
| 목표주가      |      | 210,000 | -      | -        | -     | -     |
| 주가        |      | 167,100 | 13,650 | 8,800    | 8,980 | 9,760 |
| 시가총액(십억원) |      | 1,049   | 99     | 377      | 185   | 64    |
| PER       |      |         |        |          |       |       |
| FY20A     | 17.3 | 11.4    | -      | 8.4      | 34.6  | 14.9  |
| FY21A     | 9.9  | 14.4    | -      | 2.8      | 12.4  | -     |
| FY22F     | 10.4 | 12.3    | 7.9    | 5.6      | 13.1  | 13.2  |
| FY23F     | 9.0  | 11.6    | 6.4    | 4.9      | 12.7  | 9.4   |
| PBR       |      |         |        |          |       |       |
| FY20A     | 1.2  | 1.9     | -      | 0.5      | 1.6   | 0.9   |
| FY21A     | 1.6  | 3.8     | -      | 0.6      | 1.1   | 1.0   |
| FY22F     | 1.5  | 3.0     | 1.9    | 0.6      | 1.1   | 0.9   |
| FY23F     | 1.3  | 2.5     | 1.5    | 0.5      | 1.1   | 0.8   |
| 매출액(십억원)  |      |         |        |          |       |       |
| FY20A     |      | 298.5   | 40.7   | 292.0    | 17.7  | 67.3  |
| FY21A     |      | 440.3   | 53.7   | 417.7    | 25.9  | 74.7  |
| FY22F     |      | 506.7   | 70.7   | 470.1    | 28.5  | 85.6  |
| FY23F     |      | 567.0   | 87.0   | 529.5    | 30.4  | 97.9  |
| 영업이익(십억원) |      |         |        |          |       |       |
| FY20A     |      | 51.6    | 6.5    | 30.0     | 7.5   | 7.5   |
| FY21A     |      | 107.7   | 8.4    | 73.2     | 13.8  | -4.3  |
| FY22F     |      | 115.5   | 13.9   | 84.0     | 15.0  | 6.9   |
| FY23F     |      | 128.7   | 17.4   | 97.5     | 15.8  | 9.6   |
| 영업이익률(%)  |      |         |        |          |       |       |
| FY20A     | 19.4 | 17.3    | 15.9   | 10.3     | 42.1  | 11.2  |
| FY21A     | 21.1 | 24.5    | 15.7   | 17.5     | 53.4  | -5.8  |
| FY22F     | 24.2 | 22.8    | 19.7   | 17.9     | 52.6  | 8.0   |
| FY23F     | 24.6 | 22.7    | 20.0   | 18.4     | 52.0  | 9.8   |

자료:유진투자증권, 4월 18일 종가 기준

주: 당사 추정치 기준

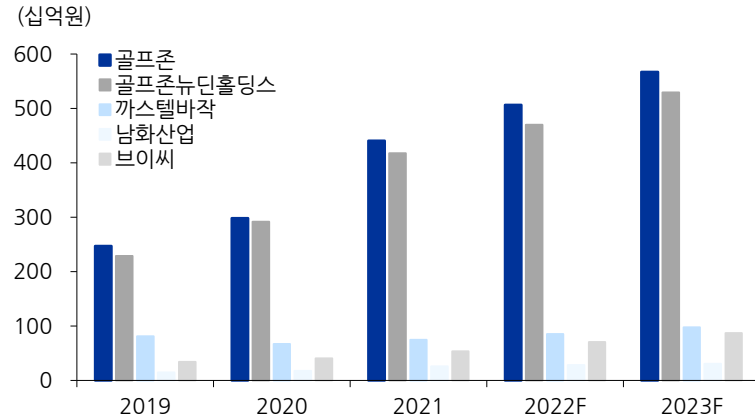
# 유망 종목 주가 및 실적 추이

국내 골프 관련 기업 주가 추이



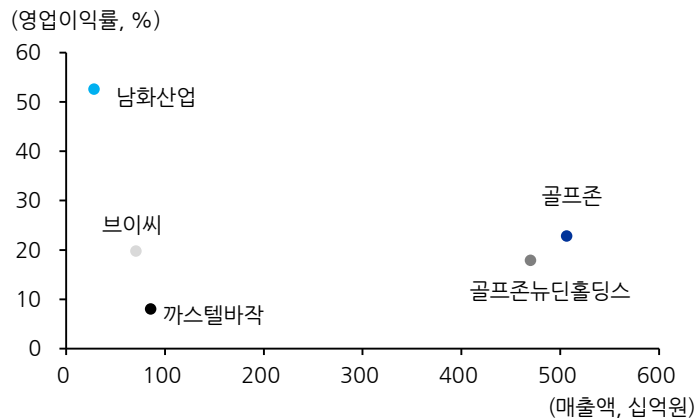
자료: WiseFn, 유진투자증권

유망종목 매출액 추이



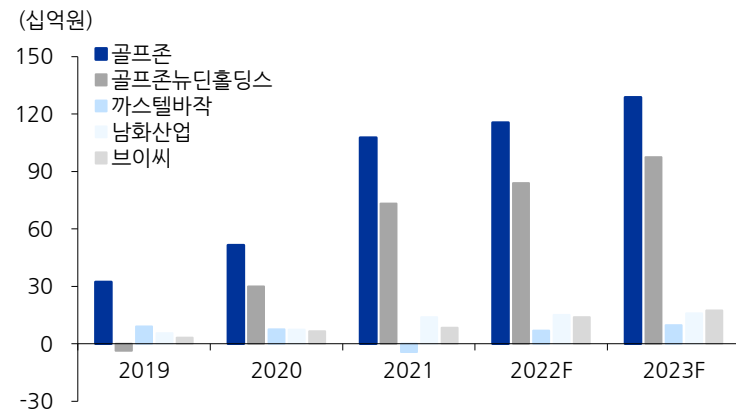
자료: WiseFn, 유진투자증권

유망종목 2022년 매출액, 영업이익률 추이



자료: WiseFn, 유진투자증권

추천종목 영업이익 추이



자료: WiseFn, 유진투자증권

# 04

## 골프 관련업체

골프존(215000)

브이씨(365900)

골프존뉴딘홀딩스(121440)

남화산업(111710)

까스텔바작(308100)

# 골프존 (215000)

투자의견  
**BUY(개시)**

목표주가  
**210,000원**

| 주가상승    | 1M   | 6M   | 12M  |
|---------|------|------|------|
| 상대기준(%) | 14.0 | 18.4 | 93.4 |
| 절대기준(%) | 20.1 | 11.8 | 84.6 |

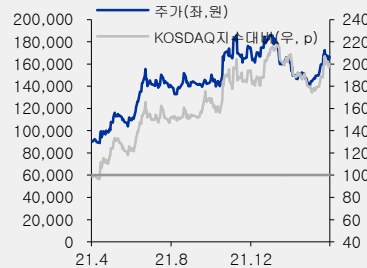
|          | 현재      | 직전 | 변동 |
|----------|---------|----|----|
| 투자의견     | BUY     | -  | 개시 |
| 목표주가(원)  | 210,000 | -  | 개시 |
| 영업이익(22) | 115.5   | -  | -  |
| 영업이익(23) | 128.7   | -  | -  |

IT/5G 박종선\_02)368-6076\_joungsun.park@eugenefn.com

|                       |                 |
|-----------------------|-----------------|
| <b>현재주가(22.04.18)</b> | <b>167,100원</b> |
| 시가총액(십억원)             | 1,049           |
| 발행주식수(천주)             | 6,275           |
| 52주 최고가(원)            | 193,500         |
| 최저가(원)                | 85,000          |
| 52주 일간 Beta           | 1.08            |
| 90일 일평균거래대금(억원)       | 65.0            |
| 외국인 지분율(%)            | 20.2            |
| 배당수익률(2022F)(%)       | 2.1             |
| 주주구성(%)               |                 |
| 골프존뉴딩홀딩스 외12인         | 38.7%           |
| KB자산운용 외1인            | 13.7%           |

투자의견  
**BUY(개시)**

목표주가(12M)  
**210,000원**



| 결산기(12월)      | 2020A | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)      | 298.5 | 440.3  | 506.7  | 567.0  | 626.8  |
| 영업이익(십억원)     | 51.6  | 107.7  | 115.5  | 128.7  | 135.9  |
| 세전계속사업손익(십억원) | 48.7  | 103.8  | 114.3  | 126.2  | 135.5  |
| 당기순이익(십억원)    | 37.5  | 76.4   | 85.5   | 92.9   | 101.5  |
| EPS(원)        | 6,098 | 12,161 | 13,565 | 14,375 | 16,043 |
| 증감률(%)        | 136.0 | 99.4   | 11.5   | 6.0    | 11.6   |
| PER(배)        | 11.4  | 14.4   | 12.3   | 11.6   | 10.4   |
| ROE(%)        | 18.0  | 29.8   | 26.6   | 23.3   | 21.9   |
| PBR(배)        | 1.9   | 3.8    | 3.0    | 2.5    | 2.1    |
| EV/EBITDA(배)  | 5.7   | 7.5    | 6.4    | 5.6    | 5.0    |

2022.04.19

스크린골프

## 가맹점, 라운드 수 등 최고치 경신 중

### Investment Point

- **가맹점 및 라운딩 수는 여전히 성장 중** : 매출에 직접적인 영향을 주는 수치는 여전히 성장 중임. ① 가맹점 수는 2019년 1,167개에서 2020년 1,423개, 2021년 1,768개로 증가함. 2022년에는 2,000개를 넘어설 것으로 예상함. ② 분기당 라운드 수도 지난 3, 4분기에 최초로 2,000만 라운드를 넘어섰음. ③ 이외에도 골프시뮬레이터 시스템 수도 증가세를 유지하고 있음. 2019년 26,459개에서 2020년 27,988개, 2021년에 31,220개로 올라섬. 이를 통해 최근 3년간(2019~2021) 연간 총 매출액은 전년대비 각각 24.3%, 20.9%, 47.5% 증가하였음.
- **해외 수출로 성장세 이어간다**: 2021년말 기준 해외 18개의 직영점을 운영하고 있으며, 지난해 3,4분기에 높은 매출성장을 보여주었음. 해외사업 매출은 2019년 201억원에서 2020년 262억원, 2021년 519억원으로 전년대비 각각 34.5%, 30.7%, 97.6% 증가하였음.

### 최근 실적 및 이슈

- **2022년 실적 전망**: 당사 추정 2022년 예상실적(연결기준)은 매출액 5,067억원, 영업이익 1,155억원으로 전년동기대비 각각 15.1%, 7.3% 증가하며 안정적인 실적 성장으로 최대 실적을 달성할 것으로 예상함.
- **목표주가 210,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시함**: 목표주가를 210,000원과 함께, 21.7% 상승 여력(괴리율 17.9%)을 보유하고 있어 투자의견 BUY를 제시하고 커버리지를 개시함. 목표 주가는 2022년 예상 EPS(13,565원)에 동사의 최근 4개년간 평균 PER 15.7배를 적용한 것.

# 골프존 실적 Table

골프존 분기 실적 추이 및 전망(연결기준)

| (십억원,%)      | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20A | 4Q20A | 1Q21A | 2Q21A | 3Q21A | 4Q21A | 1Q22F | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 72.7  | 72.2  | 79.6  | 74.0  | 99.4  | 105.8 | 123.1 | 112.1 | 118.5 | 123.4 | 139.7 | 125.1 |
| 증가율(% ,yoy)  | 20.2  | 18.9  | 21.3  | 23.0  | 36.6  | 46.5  | 54.6  | 51.5  | 19.2  | 16.6  | 13.5  | 11.6  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 가맹 사업        | 30.0  | 31.4  | 37.0  | 28.5  | 43.2  | 44.4  | 50.5  | 37.2  | 49.2  | 50.9  | 56.2  | 40.1  |
| 비가맹 사업       | 22.0  | 20.3  | 19.7  | 18.6  | 19.8  | 21.9  | 23.8  | 23.2  | 24.4  | 24.1  | 24.9  | 23.6  |
| GDR 사업       | 8.7   | 9.4   | 10.0  | 10.4  | 21.2  | 22.9  | 24.7  | 25.7  | 25.7  | 28.9  | 30.1  | 30.7  |
| 해외 사업        | 5.5   | 5.0   | 6.0   | 9.7   | 9.4   | 9.4   | 15.5  | 17.6  | 13.1  | 12.1  | 19.9  | 22.3  |
| 기타           | 6.5   | 6.0   | 6.9   | 6.8   | 5.8   | 7.3   | 8.5   | 8.4   | 6.1   | 7.4   | 8.6   | 8.4   |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 가맹 사업        | 41.2  | 43.5  | 46.4  | 38.5  | 43.5  | 42.0  | 41.1  | 33.2  | 41.5  | 41.3  | 40.2  | 32.0  |
| 비가맹 사업       | 30.2  | 28.2  | 24.8  | 25.1  | 19.9  | 20.7  | 19.3  | 20.7  | 20.6  | 19.5  | 17.8  | 18.8  |
| GDR 사업       | 12.0  | 13.0  | 12.5  | 14.1  | 21.3  | 21.6  | 20.1  | 22.9  | 21.7  | 23.4  | 21.6  | 24.6  |
| 해외 사업        | 7.6   | 6.9   | 7.6   | 13.1  | 9.4   | 8.8   | 12.6  | 15.7  | 11.1  | 9.8   | 14.3  | 17.8  |
| 기타           | 9.0   | 8.3   | 8.7   | 9.2   | 5.9   | 6.9   | 6.9   | 7.5   | 5.2   | 6.0   | 6.1   | 6.7   |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가         | 26.8  | 26.8  | 29.4  | 28.8  | 35.6  | 36.6  | 43.5  | 39.4  | 41.0  | 43.1  | 50.0  | 43.8  |
| 매출총이익        | 45.9  | 45.4  | 50.2  | 45.2  | 63.8  | 69.2  | 79.6  | 72.7  | 77.5  | 80.3  | 89.7  | 81.3  |
| 판매관리비        | 30.6  | 31.3  | 34.5  | 38.6  | 35.4  | 39.2  | 42.4  | 60.7  | 45.9  | 48.5  | 51.1  | 67.6  |
| 영업이익         | 15.3  | 14.1  | 15.6  | 6.5   | 28.4  | 30.0  | 37.2  | 12.0  | 31.6  | 31.8  | 38.6  | 13.7  |
| 세전이익         | 15.5  | 11.8  | 14.7  | 6.7   | 28.4  | 29.7  | 37.5  | 8.1   | 31.0  | 31.1  | 38.4  | 13.7  |
| 당기순이익        | 11.8  | 9.0   | 11.5  | 5.2   | 21.3  | 22.3  | 29.0  | 3.8   | 23.3  | 23.3  | 28.7  | 10.2  |
| 지배주주 당기순이익   | 11.8  | 9.0   | 11.8  | 5.7   | 21.9  | 22.9  | 28.7  | 2.8   | 23.2  | 23.2  | 28.6  | 10.1  |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가율        | 36.9  | 37.1  | 37.0  | 38.9  | 35.8  | 34.6  | 35.3  | 35.1  | 34.6  | 35.0  | 35.8  | 35.0  |
| 매출총이익율       | 63.1  | 62.9  | 63.0  | 61.1  | 64.2  | 65.4  | 64.7  | 64.9  | 65.4  | 65.0  | 64.2  | 65.0  |
| 판매관리비율       | 42.0  | 43.4  | 43.4  | 52.3  | 35.6  | 37.0  | 34.5  | 54.1  | 38.8  | 39.3  | 36.6  | 54.1  |
| 영업이익율        | 21.1  | 19.5  | 19.6  | 8.8   | 28.6  | 28.4  | 30.2  | 10.7  | 26.6  | 25.7  | 27.6  | 10.9  |
| 세전이익율        | 21.3  | 16.4  | 18.5  | 9.0   | 28.5  | 28.1  | 30.5  | 7.3   | 26.2  | 25.2  | 27.5  | 11.0  |
| 당기순이익율       | 16.2  | 12.4  | 14.5  | 7.0   | 21.5  | 21.1  | 23.5  | 3.4   | 19.6  | 18.9  | 20.6  | 8.2   |
| 지배주주 당기순이익율  | 16.2  | 12.4  | 14.8  | 7.7   | 22.0  | 21.7  | 23.3  | 2.5   | 19.6  | 18.8  | 20.5  | 8.1   |

자료: 골프존, 유진투자증권

# 골프존 실적 Table

골프존 연간 실적 추이 및 전망(연결기준)

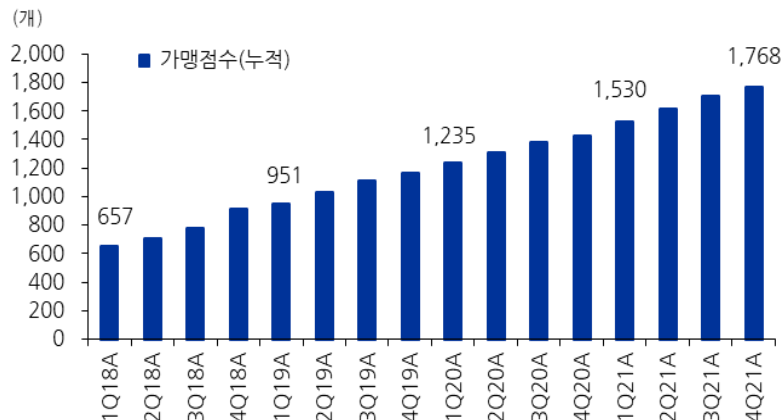
| (십억원, %)     | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 217.0 | 200.1 | 198.7 | 247.0 | 298.5 | 440.3 | 506.7 |
| 증가율(% yoy)   | 7.6   | -7.8  | -0.7  | 24.3  | 20.9  | 47.5  | 15.1  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |
| 가맹사업         |       |       | 57.2  | 94.4  | 126.9 | 175.3 | 196.4 |
| 비가맹사업        |       |       | 85.3  | 81.9  | 80.6  | 88.7  | 97.0  |
| GDR사업        |       |       | 17.6  | 23.5  | 38.5  | 94.4  | 115.4 |
| 해외사업         |       |       | 14.9  | 20.1  | 26.2  | 51.9  | 67.4  |
| 기타           |       |       | 23.6  | 27.2  | 26.3  | 30.0  | 30.5  |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |
| 가맹사업         |       |       | 28.8  | 38.2  | 42.5  | 39.8  | 38.8  |
| 비가맹사업        |       |       | 42.9  | 33.2  | 27.0  | 20.1  | 19.1  |
| GDR사업        |       |       | 8.9   | 9.5   | 12.9  | 21.4  | 22.8  |
| 해외사업         |       |       | 7.5   | 8.1   | 8.8   | 11.8  | 13.3  |
| 기타           |       |       | 11.9  | 11.0  | 8.8   | 6.8   | 6.0   |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가         | 75.4  | 69.0  | 77.6  | 93.9  | 111.9 | 155.0 | 178.0 |
| 매출총이익        | 141.6 | 131.1 | 121.1 | 153.2 | 186.6 | 285.3 | 328.7 |
| 판매관리비        | 97.8  | 93.6  | 93.0  | 120.9 | 135.1 | 177.7 | 213.2 |
| 영업이익         | 43.7  | 37.5  | 28.2  | 32.3  | 51.6  | 107.7 | 115.5 |
| 세전이익         | 42.3  | 50.7  | 26.4  | 29.9  | 48.7  | 103.8 | 114.3 |
| 당기순이익        | 36.5  | 79.4  | 20.4  | 16.2  | 37.5  | 76.4  | 85.5  |
| 지배주주 당기순이익   | 36.5  | 79.3  | 20.4  | 16.2  | 38.3  | 76.3  | 85.1  |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가율        | 34.7  | 34.5  | 39.0  | 38.0  | 37.5  | 35.2  | 35.1  |
| 매출총이익율       | 65.3  | 65.5  | 61.0  | 아     | 62.5  | 64.8  | 64.9  |
| 판매관리비율       | 45.1  | 46.8  | 46.8  | 48.9  | 45.2  | 40.3  | 42.1  |
| 영업이익율        | 20.2  | 18.7  | 14.2  | 13.1  | 17.3  | 24.5  | 22.8  |
| 세전이익율        | 19.5  | 25.4  | 13.3  | 12.1  | 16.3  | 23.6  | 22.5  |
| 당기순이익율       | 16.8  | 39.7  | 10.3  | 6.6   | 12.6  | 17.4  | 16.9  |
| 지배주주 당기순이익율  | 16.8  | 39.6  | 10.3  | 6.6   | 12.8  | 17.3  | 16.8  |

자료: 골프존, 유진투자증권



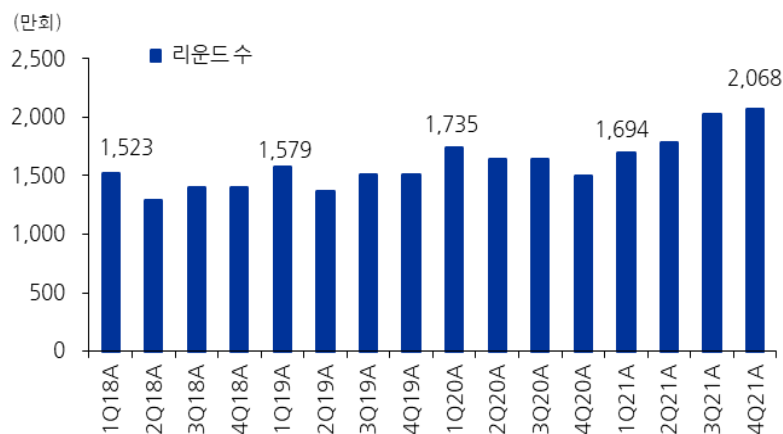
# 투자포인트 - 가맹점 및 누적시스템 증가

분기별 가맹점 수 추이



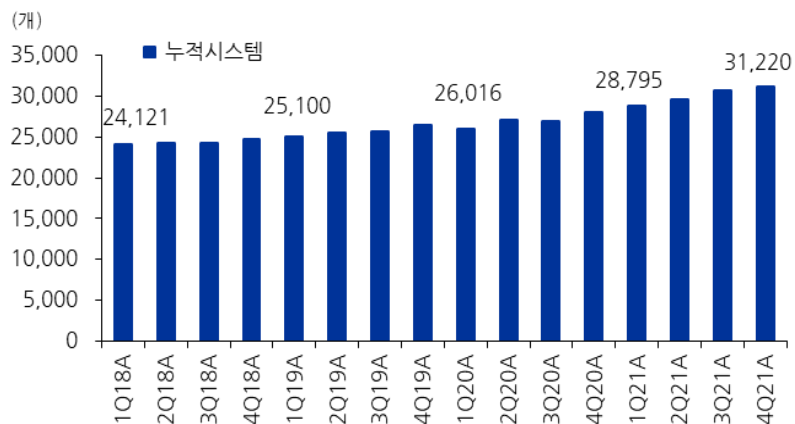
자료: 골프존, 유진투자증권

분기별 라운드 수 추이



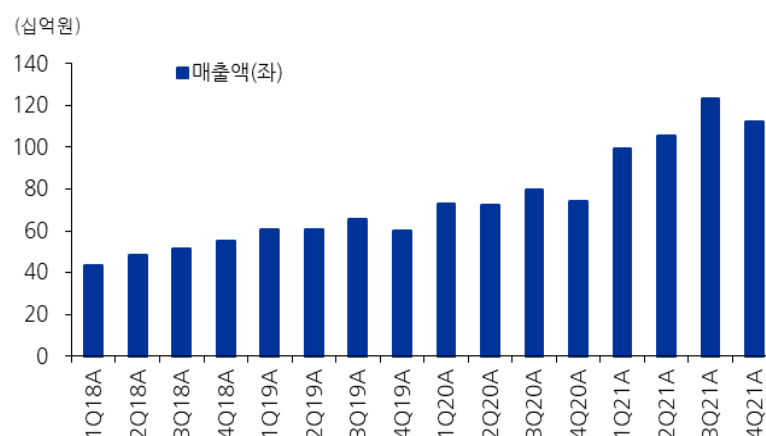
자료: 골프존, 유진투자증권

분기별 누적 시스템 수 추이



자료: 골프존, 유진투자증권

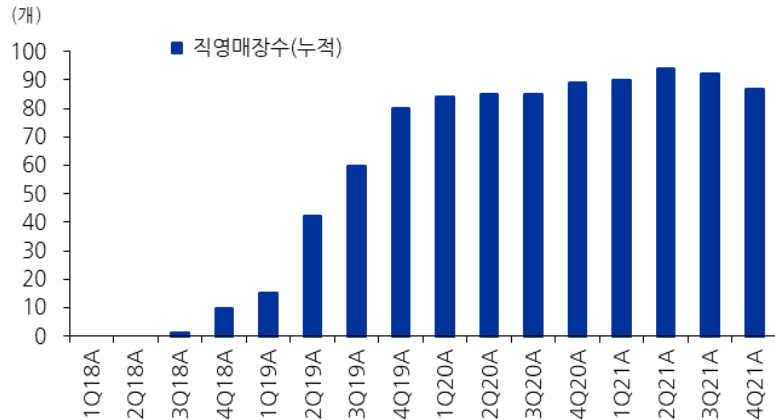
분기별 매출액 추이



자료: 골프존, 유진투자증권

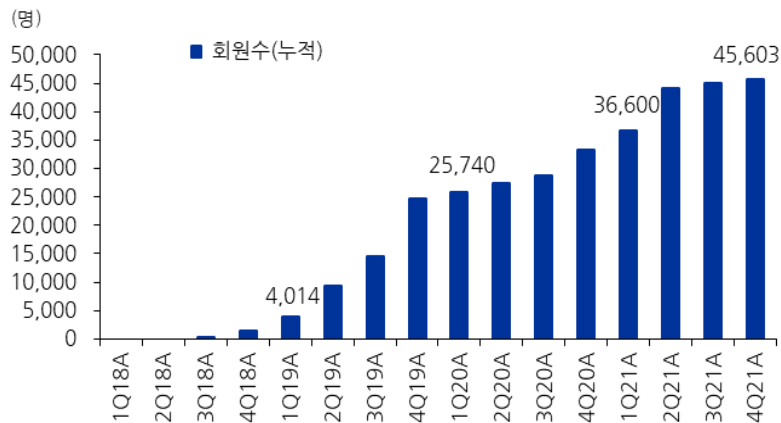
# 투자포인트 - GDR 회원 수 증가

GDR 수 증가세 지속



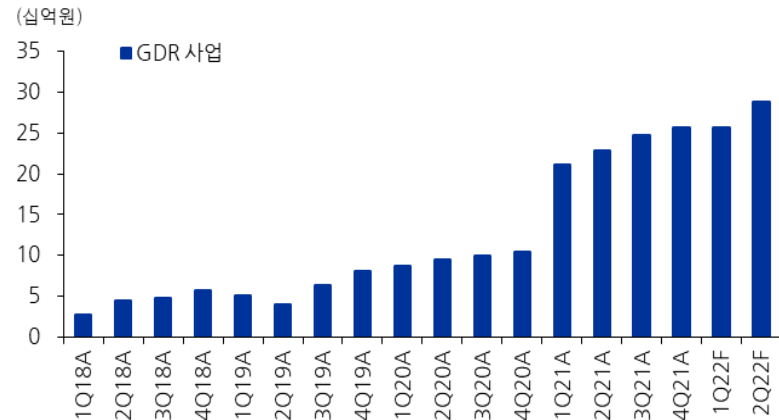
자료: 골프존, 유진투자증권

GDR 회원 수 지속 증가세



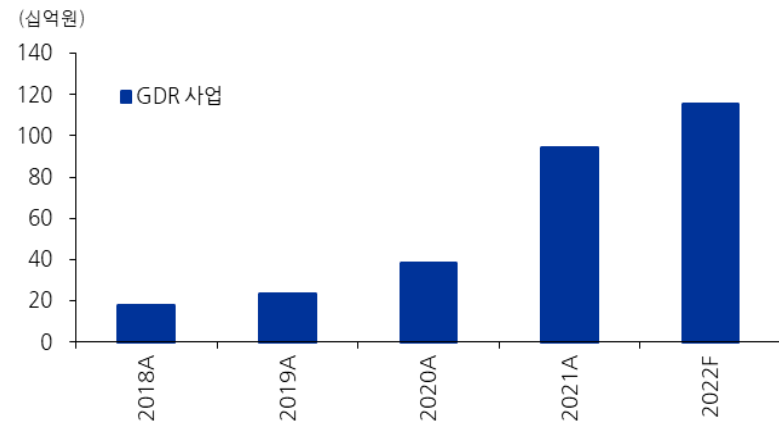
자료: 골프존, 유진투자증권

분기별 GDR사업 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존, 유진투자증권

연간 GDR사업 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존, 유진투자증권

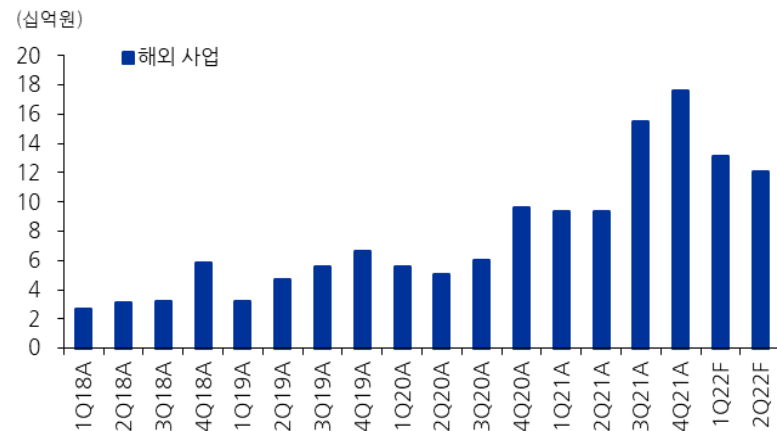
# 투자포인트 - 해외 사업 매출 확대

골프존 글로벌 직영점 현황(2021년말 기준)

| 구분   | 중국                  | 일본           | 베트남                   | 미국                     |
|------|---------------------|--------------|-----------------------|------------------------|
| 지역   | 북경, 심천              | 동경           | 하노이, 호치민<br>빈푹, 하이퐁 등 | 코네티컷                   |
| Site | 2site               | 1site        | 14site                | 1site                  |
| 사업   | GS/GDR 직영<br>골프아카데미 | GS/GDR<br>직영 | GS직영                  | Entertainment<br>GS 직영 |

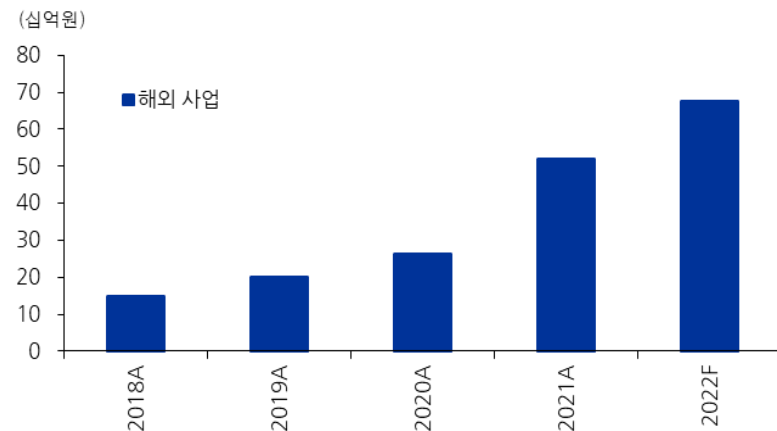
자료: 골프존, 유진투자증권

분기별 해외사업 매출 추이 및 전망



자료: 골프존, 유진투자증권

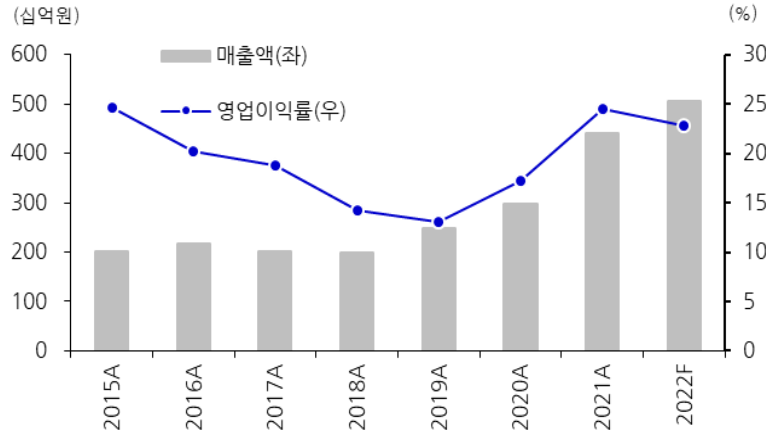
연간 해외 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존, 유진투자증권

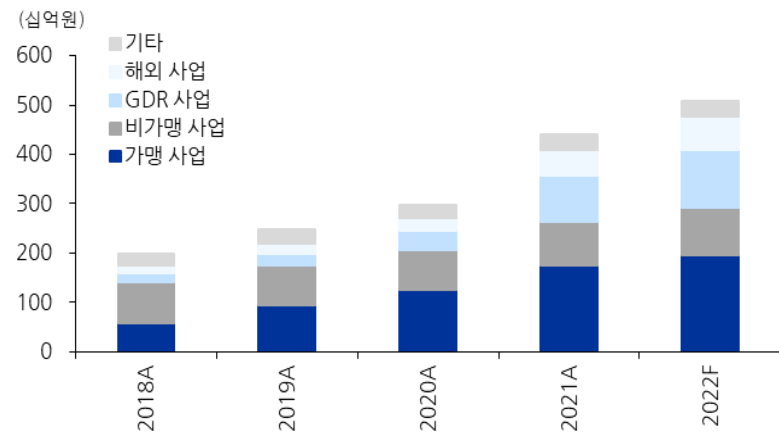
# 주요 지표

연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



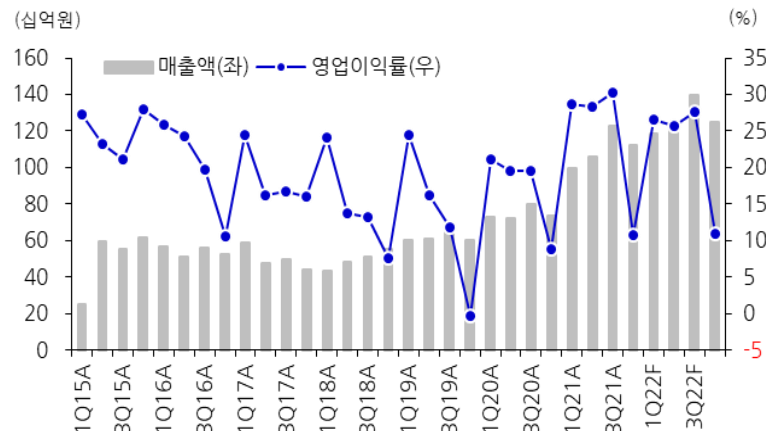
자료: 골프존, 유진투자증권

연간 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



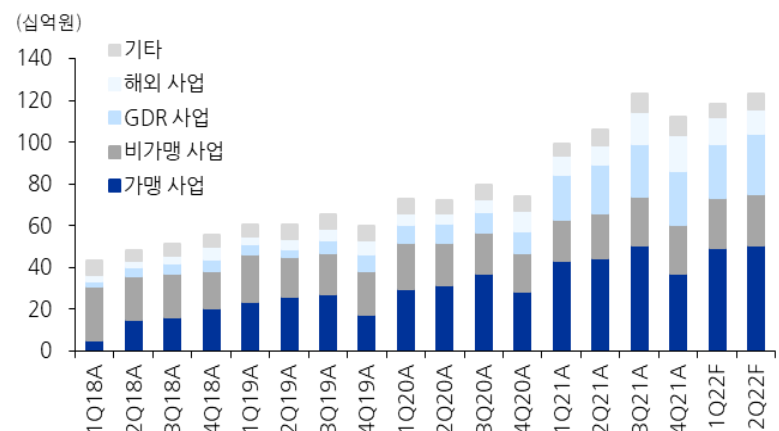
자료: 골프존, 유진투자증권

분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 골프존, 유진투자증권

분기별 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존, 유진투자증권

## 골프존 (215000.KQ) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2020A        | 2021A        | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b> | <b>367.3</b> | <b>483.6</b> | <b>546.6</b> | <b>622.1</b> | <b>706.4</b> |
| 유동자산        | 118.1        | 242.4        | 317.1        | 398.1        | 483.4        |
| 현금성자산       | 23.9         | 73.3         | 142.3        | 214.6        | 293.3        |
| 매출채권        | 20.7         | 26.9         | 32.1         | 36.4         | 39.4         |
| 재고자산        | 10.4         | 25.2         | 24.5         | 27.8         | 30.1         |
| 비유동자산       | 249.2        | 241.2        | 229.5        | 224.0        | 223.0        |
| 투자자산        | 111.0        | 106.1        | 110.4        | 114.9        | 119.6        |
| 유형자산        | 117.4        | 114.3        | 96.0         | 84.0         | 76.6         |
| 기타          | 20.8         | 20.8         | 23.1         | 25.1         | 26.9         |
| <b>부채총계</b> | <b>141.7</b> | <b>191.7</b> | <b>189.8</b> | <b>197.0</b> | <b>202.6</b> |
| 유동부채        | 80.9         | 130.2        | 127.8        | 134.6        | 139.6        |
| 매입채무        | 28.3         | 49.3         | 46.3         | 52.5         | 56.9         |
| 유동성이자부채     | 16.0         | 18.3         | 18.3         | 18.3         | 18.3         |
| 기타          | 36.6         | 62.6         | 63.2         | 63.8         | 64.5         |
| 비유동부채       | 60.8         | 61.5         | 62.0         | 62.5         | 62.9         |
| 비유동이자부채     | 52.1         | 47.7         | 47.7         | 47.7         | 47.7         |
| 기타          | 8.7          | 13.8         | 14.3         | 14.7         | 15.2         |
| <b>자본총계</b> | <b>225.6</b> | <b>291.9</b> | <b>356.8</b> | <b>425.1</b> | <b>503.8</b> |
| 자배지분        | 224.6        | 287.8        | 352.8        | 421.0        | 499.7        |
| 자본금         | 3.1          | 3.1          | 3.1          | 3.1          | 3.1          |
| 자본잉여금       | 68.8         | 68.8         | 68.8         | 68.8         | 68.8         |
| 이익잉여금       | 152.5        | 213.2        | 276.3        | 344.6        | 423.3        |
| 기타          | 0.1          | 2.7          | 4.5          | 4.5          | 4.5          |
| 비자배지분       | 1.0          | 4.1          | 4.1          | 4.1          | 4.1          |
| <b>자본총계</b> | <b>225.6</b> | <b>291.9</b> | <b>356.8</b> | <b>425.1</b> | <b>503.8</b> |
| 총차입금        | 68.1         | 66.0         | 66.0         | 66.0         | 66.0         |
| 순차입금        | 44.2         | (7.4)        | (76.3)       | (148.6)      | (227.3)      |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2020A         | 2021A         | 2022F         | 2023F         | 2024F         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>87.4</b>   | <b>136.1</b>  | <b>115.1</b>  | <b>120.4</b>  | <b>128.6</b>  |
| 당기순이익                 | 37.5          | 76.4          | 85.5          | 92.9          | 101.5         |
| 자산상각비                 | 33.0          | 37.1          | 35.9          | 31.6          | 29.0          |
| 기타비현금성손익              | 13.2          | 27.8          | 1.8           | (2.2)         | (0.3)         |
| 운전자본증감                | 12.2          | 4.7           | (8.1)         | (1.9)         | (1.5)         |
| 매출채권감소(증가)            | (0.4)         | (3.2)         | (5.2)         | (4.3)         | (3.1)         |
| 재고자산감소(증가)            | (2.1)         | (20.1)        | 0.6           | (3.2)         | (2.3)         |
| 매입채무증가(감소)            | 2.3           | 9.5           | (3.0)         | 6.1           | 4.4           |
| 기타                    | 12.4          | 18.5          | (0.5)         | (0.5)         | (0.6)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>(52.6)</b> | <b>(63.7)</b> | <b>(24.4)</b> | <b>(26.3)</b> | <b>(28.2)</b> |
| 단기투자자산감소              | (27.7)        | (49.8)        | (0.2)         | (0.2)         | (0.2)         |
| 장기투자증권감소              | 0.0           | 0.0           | (0.0)         | (0.0)         | (0.0)         |
| 설비투자                  | (15.3)        | (12.5)        | (14.4)        | (16.2)        | (17.9)        |
| 유형자산처분                | 0.7           | 1.8           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 무형자산처분                | (4.5)         | (2.7)         | (5.4)         | (5.4)         | (5.4)         |
| <b>재무현금</b>           | <b>(25.3)</b> | <b>(29.6)</b> | <b>(22.0)</b> | <b>(22.0)</b> | <b>(22.0)</b> |
| 차입금증가                 | (14.3)        | (16.5)        | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 자본증가                  | (12.9)        | (15.7)        | (22.0)        | (22.0)        | (22.0)        |
| 배당금지급                 | (12.9)        | (15.7)        | 22.0          | 22.0          | 22.0          |
| <b>현금증감</b>           | <b>7.5</b>    | <b>43.8</b>   | <b>68.8</b>   | <b>72.1</b>   | <b>78.5</b>   |
| 기초현금                  | (16.0)        | (25.2)        | 69.0          | 137.7         | 209.9         |
| 기말현금                  | 23.5          | 69.0          | 137.7         | 209.9         | 288.3         |
| Gross Cash flow       | 84.4          | 146.2         | 123.2         | 122.3         | 130.2         |
| Gross Investment      | 12.7          | 9.3           | 32.3          | 28.0          | 29.5          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>71.7</b>   | <b>136.9</b>  | <b>90.9</b>   | <b>94.3</b>   | <b>100.6</b>  |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2020A        | 2021A         | 2022F         | 2023F         | 2024F         |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>298.5</b> | <b>440.3</b>  | <b>506.7</b>  | <b>567.0</b>  | <b>626.8</b>  |
| 증가율(%)        | 20.9         | 47.5          | 15.1          | 11.9          | 10.5          |
| 매출원가          | 111.9        | 155.0         | 178.0         | 211.4         | 235.8         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>186.6</b> | <b>285.3</b>  | <b>328.7</b>  | <b>355.6</b>  | <b>390.9</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 135.1        | 177.7         | 213.2         | 226.9         | 255.1         |
| 기타영업손익        | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>영업이익</b>   | <b>51.6</b>  | <b>107.7</b>  | <b>115.5</b>  | <b>128.7</b>  | <b>135.9</b>  |
| 증가율(%)        | 59.7         | 108.8         | 7.3           | 11.4          | 5.6           |
| <b>EBITDA</b> | <b>84.6</b>  | <b>144.8</b>  | <b>151.4</b>  | <b>160.3</b>  | <b>164.9</b>  |
| 증가율(%)        | 61.9         | 71.2          | 4.6           | 5.9           | 2.8           |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(2.9)</b> | <b>(3.9)</b>  | <b>(1.3)</b>  | <b>(2.5)</b>  | <b>(0.3)</b>  |
| 이자수익          | 1.3          | 1.6           | 2.5           | 3.1           | 3.4           |
| 이자비용          | 1.5          | 1.5           | 1.0           | 1.0           | 1.0           |
| 지분법손익         | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타영업손익        | (2.6)        | (4.0)         | (2.8)         | (4.6)         | (2.8)         |
| <b>세전순이익</b>  | <b>48.7</b>  | <b>103.8</b>  | <b>114.3</b>  | <b>126.2</b>  | <b>135.5</b>  |
| 증가율(%)        | 63.2         | 113.0         | 10.1          | 10.5          | 7.4           |
| 법인세비용         | 11.2         | 27.3          | 28.7          | 33.3          | 34.1          |
| <b>당기순이익</b>  | <b>37.5</b>  | <b>76.4</b>   | <b>85.5</b>   | <b>92.9</b>   | <b>101.5</b>  |
| 증가율(%)        | 131.3        | 103.9         | 11.9          | 8.7           | 9.2           |
| 지배주주지분        | 38.3         | 76.3          | 85.1          | 90.2          | 100.7         |
| 증가율(%)        | 136.0        | 99.4          | 11.5          | 6.0           | 11.6          |
| 비지배지분         | (0.8)        | 0.1           | 0.4           | 2.7           | 0.8           |
| <b>EPS(원)</b> | <b>6,098</b> | <b>12,161</b> | <b>13,565</b> | <b>14,375</b> | <b>16,043</b> |
| 증가율(%)        | 136.0        | 99.4          | 11.5          | 6.0           | 11.6          |
| 수정EPS(원)      | 6,098        | 12,161        | 13,565        | 14,375        | 16,043        |
| 증가율(%)        | 136.0        | 99.4          | 11.5          | 6.0           | 11.6          |

### 주요투자지표

|                   | 2020A  | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>    |        |        |        |        |        |
| EPS               | 6,098  | 12,161 | 13,565 | 14,375 | 16,043 |
| BPS               | 35,785 | 45,869 | 56,215 | 67,090 | 79,633 |
| DPS               | 2,500  | 3,500  | 3,500  | 3,500  | 3,500  |
| <b>밸류에이션(배,%)</b> |        |        |        |        |        |
| PER               | 11.4   | 14.4   | 12.3   | 11.6   | 10.4   |
| PBR               | 1.9    | 3.8    | 3.0    | 2.5    | 2.1    |
| EV/EBITDA         | 5.7    | 7.5    | 6.4    | 5.6    | 5.0    |
| 배당수익률             | 3.6    | 2.0    | 2.1    | 2.1    | 2.1    |
| PCR               | 5.2    | 7.5    | 8.5    | 8.6    | 8.1    |
| <b>수익성(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 영업이익률             | 17.3   | 24.5   | 22.8   | 22.7   | 21.7   |
| EBITDA이익률         | 28.3   | 32.9   | 29.9   | 28.3   | 26.3   |
| 순이익률              | 12.6   | 17.4   | 16.9   | 16.4   | 16.2   |
| ROE               | 18.0   | 29.8   | 26.6   | 23.3   | 21.9   |
| ROIC              | 15.9   | 28.9   | 30.6   | 34.0   | 36.8   |
| <b>안정성(배,%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 순차입금/자기자본         | 19.6   | (2.5)  | (21.4) | (35.0) | (45.1) |
| 유동비율              | 146.0  | 186.2  | 248.1  | 295.8  | 346.2  |
| 이자보상배율            | 34.1   | 72.1   | 118.6  | 132.1  | 139.5  |
| <b>활동성(회)</b>     |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율            | 0.9    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| 매출채권회전율           | 14.7   | 18.5   | 17.2   | 16.6   | 16.5   |
| 재고자산회전율           | 28.0   | 24.7   | 20.4   | 21.7   | 21.7   |
| 매입채무회전율           | 12.7   | 11.3   | 10.6   | 11.5   | 11.5   |

# 브이씨 (365900)

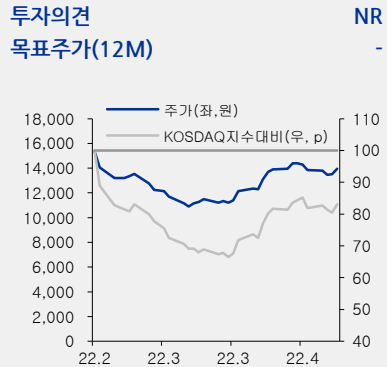
투자의견  
NR

목표주가  
-

| 주가상승     | 1M   | 6M   | 12M |
|----------|------|------|-----|
| 상대기준(%)  | 19.6 | -    | -   |
| 절대기준(%)  | 25.7 | -    | -   |
|          | 현재   | 직전   | 변동  |
| 투자의견     | NR   | -    | -   |
| 목표주가(원)  | -    | -    | -   |
| 영업이익(22) | 13.9 | 13.9 | -   |
| 영업이익(23) | 17.4 | 15.7 | ▲   |

IT/5G 박종선\_02)368-6076\_joungsun.park@eugenefn.com

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| <b>현재주가(22.04.18)</b> | <b>13,650원</b> |
| 시가총액(십억원)             | 99             |
| 발행주식수(천주)             | 7,235          |
| 52주 최고가(원)            | 19,500         |
| 최저가(원)                | 10,750         |
| 52주 일간 Beta           | 2.80           |
| 90일 일평균거래대금(억원)       | 7,605          |
| 외국인 지분율(%)            | 0.9            |
| 배당수익률(2022F)(%)       | -              |
| 주주구성(%)               |                |
| 김준오 외5인               | 35.5%          |
| 컴퓨터케이파트너스 외4인         | 7.7%           |
| 한국투자증권 외1인            | 5.6%           |



| 결산기(12월)      | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)      | 40.7  | 53.7  | 70.7  | 87.0  | 106.9 |
| 영업이익(십억원)     | 6.5   | 8.4   | 13.9  | 17.4  | 21.7  |
| 세전계속사업손익(십억원) | 5.3   | 8.4   | 12.7  | 15.7  | 19.6  |
| 당기순이익(십억원)    | 4.3   | 7.0   | 10.2  | 12.6  | 16.0  |
| EPS(원)        | 895   | 1,177 | 1,732 | 2,126 | 2,709 |
| 증감률(%)        | 92.5  | 31.5  | 47.2  | 22.7  | 27.4  |
| PER(배)        | -     | -     | 7.9   | 6.4   | 5.0   |
| ROE(%)        | 33.2  | 27.9  | 27.4  | 25.8  | 25.4  |
| PBR(배)        | -     | -     | 1.9   | 1.5   | 1.1   |
| EV/EBITDA(배)  | -     | 0.6   | 5.6   | 4.4   | 3.3   |

2022.04.19

골프측정기

## 국내 골프용 거리측정기 강자 위상 유지

### Investment Point

- **골프 산업의 호황 속에서 동사의 안정적 실적 성장 전망:** 골프 이용객이 지속적으로 증가하는 가운데, 거리 측정기 수요는 2025년까지 CAGR 19.4% 성장 전망. 동사는 우호적 시장 환경 속 독점적 기술력, 높은 시장 점유율을 바탕으로 안정적인 성장 전망. ① 정밀 GPS 등을 활용한 핵심 기술 보유. 특히 APL(Auto Pin Location)은 핀 위치를 실시간 자동으로 업데이트 해주는 서비스로 현재 전국 221개 골프장과 제휴 중. ② 전 세계 3.8만개의 골프코스 데이터 베이스 보유 중. ③ 지속적인 신제품 출시도 긍정적. 올해에만 측정기 관련 5개의 신제품 라인업이 있음.
- **포트폴리오 확장을 통한 외형성장 기대:** ① 시뮬레이터: 현재 국내 스크린 연습장 침투율은 20% 정도로, 향후 채택율이 증가하며 성장 전망. 지난해 제품 출시. ② 론치모니터: 2014년부터 스윙 캐디를 미국 시장에 공급, 2021년까지 17만대 판매. 미국 유럽 등지에서 개인용, 휴대용 골프 분석기 시장을 선도하고 있음.

### 최근 실적 및 이슈

- **상장 후 공모가 이하로 거래 중 :** 현재 주가는 공모가(15,000원) 이하로 거래 중이며, 2022년 당사 추정 예상실적 기준으로 PER 7.9배 수준임. 상장일(2/24) 기준 1개월 후 유통 물량 15.0%, 3개월 후 물량 5.8%인데, 1개월 물량이 시장에 출회되고 있는 것으로 파악됨.
- **2021년 최대 실적 달성:** 지난해 실적은 매출액 537억원, 영업이익 84억원으로 매출액은 전년대비 31.7% 증가하였으며, 영업이익률은 15.7%를 달성함. 2022년 예상실적(연결기준)은 매출액 707억원, 영업이익 139억원으로 전년대비 매출액은 31.7% 증가하고, 영업이익률 19.7%를 예상함.

# 브이씨 실적 Table

브이씨 연간 실적 추이 및 전망(별도기준)

| (십억원, %)            | 2018A       | 2019A       | 2020A       | 2021A       | 2022F       |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>매출액</b>          | <b>28.4</b> | <b>34.0</b> | <b>40.7</b> | <b>53.7</b> | <b>70.7</b> |
| 증가율(% ,yoy)         |             | 19.7        | 19.9        | 31.7        | 31.7        |
| <b>제품별 매출액(십억원)</b> |             |             |             |             |             |
| 시계형 거리측정기           | 15.9        | 17.2        | 15.0        | 19.4        | 25.9        |
| 레이저형 거리측정기          | 4.0         | 7.1         | 6.0         | 6.6         | 9.3         |
| 론치모니터               | 2.9         | 6.4         | 7.9         | 7.1         | 13.3        |
| 음성형 거리측정기           | 1.6         | 1.8         | 2.1         | 4.2         | 4.4         |
| 시뮬레이터외              |             |             |             | 4.5         | 4.8         |
| 상품 및 기타             | 3.9         | 1.4         | 9.7         | 11.8        | 13.0        |
| <b>제품별 비중(%)</b>    |             |             |             |             |             |
| 시계형 거리측정기           | 55.9        | 50.7        | 36.8        | 36.2        | 36.6        |
| 레이저형 거리측정기          | 14.1        | 21.0        | 14.7        | 12.3        | 13.1        |
| 론치모니터               | 10.3        | 18.9        | 19.4        | 13.2        | 18.9        |
| 음성형 거리측정기           | 5.8         | 5.4         | 5.2         | 7.8         | 6.2         |
| 시뮬레이터외              | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 8.5         | 6.8         |
| 상품 및 기타             | 13.8        | 4.0         | 23.8        | 22.0        | 18.4        |
| <b>수익</b>           |             |             |             |             |             |
| 매출원가                | 14.5        | 17.8        | 18.4        | 21.7        | 28.4        |
| 매출총이익               | 13.9        | 16.2        | 22.4        | 32.0        | 42.3        |
| 판매관리비               | 9.1         | 12.9        | 15.9        | 23.5        | 28.3        |
| 영업이익                | 4.9         | 3.3         | 6.5         | 8.4         | 13.9        |
| 세전이익                | 4.6         | 2.8         | 5.3         | 8.4         | 12.7        |
| 당기순이익               | 3.7         | 2.2         | 4.3         | 7.0         | 10.2        |
| <b>이익률(%)</b>       |             |             |             |             |             |
| 매출원가율               | 51.0        | 52.4        | 45.1        | 40.5        | 40.2        |
| 매출총이익율              | 49.0        | 47.6        | 54.9        | 59.5        | 59.8        |
| 판매관리비율              | 31.9        | 38.0        | 39.0        | 43.9        | 40.1        |
| 영업이익율               | 17.1        | 9.6         | 15.9        | 15.7        | 19.7        |
| 세전이익율               | 16.2        | 8.4         | 13.0        | 15.6        | 17.9        |
| 당기순이익율              | 13.1        | 6.3         | 10.5        | 13.1        | 14.4        |

자료: 브이씨, 유진투자증권

# 브이씨 Peer Table

브이씨 Peer Group Valuation Table

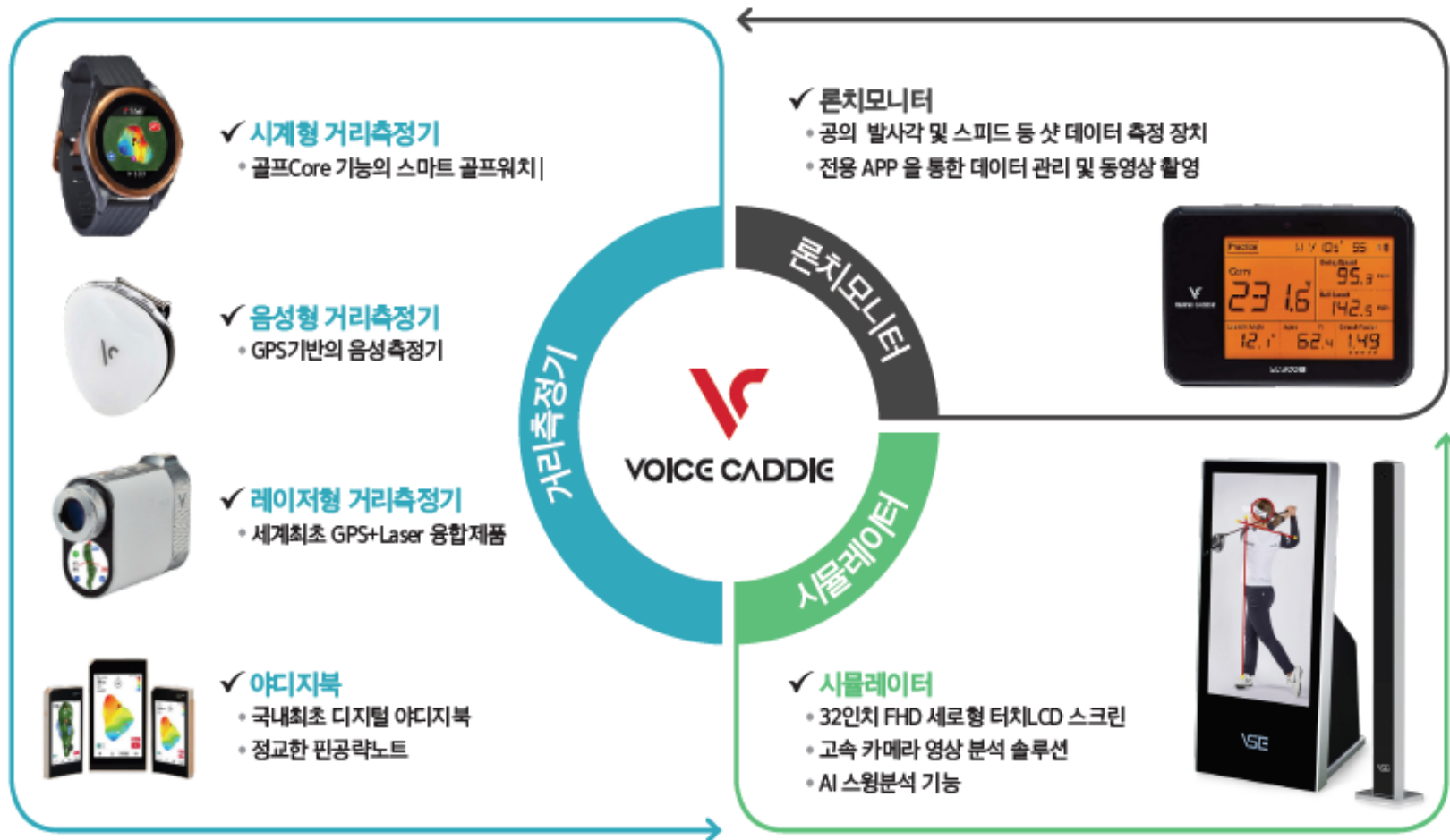
|           | 브이씨    | 평균 골프존뉴딘홀딩스 | 골프존데카 | 골프존     | 크리스에프앤씨 | F&F     |      |
|-----------|--------|-------------|-------|---------|---------|---------|------|
| 주가        | 13,650 | 8,800       | 5,830 | 167,100 | 43,200  | 152,000 |      |
| 시가총액(십억원) | 99     | 377.0       | 24    | 1,049   | 506.1   | 5,822.7 |      |
| PER       |        |             |       |         |         |         |      |
| FY20A     | -      | 8.2         | 8.4   | 5.2     | 11.4    | 7.9     | -    |
| FY21A     | -      | 9.9         | 2.8   | 4.1     | 14.4    | 7.6     | 20.8 |
| FY22F     | 7.9    | 10.3        | -     | -       | 10.3    | 5.9     | 14.6 |
| FY23F     | 6.4    | 8.7         | -     | -       | 8.8     | 5.3     | 12.0 |
| PBR       |        |             |       |         |         |         |      |
| FY20A     | -      | 1.2         | 0.5   | -       | 1.9     | 1.2     | -    |
| FY21A     | -      | 4.8         | 0.6   | -       | 3.8     | 1.6     | 13.2 |
| FY22F     | 1.9    | 3.5         | -     | -       | 2.9     | 1.3     | 6.5  |
| FY23F     | 1.5    | 2.5         | -     | -       | 2.2     | 1.0     | 4.4  |
| 매출액(십억원)  |        |             |       |         |         |         |      |
| FY20A     | 40.7   | 292.0       | 17.5  | 298.5   | 292.4   | -       | -    |
| FY21A     | 53.7   | 417.7       | 28.3  | 440.3   | 375.9   | 1,089   |      |
| FY22F     | 70.7   | -           | -     | 526.7   | 442.9   | 1,884   |      |
| FY23F     | 87.0   | -           | -     | 567.6   | 495.7   | 2,239   |      |
| 영업이익(십억원) |        |             |       |         |         |         |      |
| FY20A     | 6.5    | 30.0        | -0.9  | 51.6    | 49.8    | -       | -    |
| FY21A     | 8.4    | 73.2        | 2.9   | 107.7   | 87.1    | 322.7   |      |
| FY22F     | 13.9   | -           | -     | 141.3   | 112.3   | 549.1   |      |
| FY23F     | 17.4   | -           | -     | 159.0   | 125.2   | 664.6   |      |
| 영업이익률(%)  |        |             |       |         |         |         |      |
| FY20A     | 15.9   | 9.9         | 10.3  | -5.0    | 17.3    | 17.0    | -    |
| FY21A     | 15.7   | 21.0        | 17.5  | 10.3    | 24.5    | 23.2    | 29.6 |
| FY22F     | 19.7   | 27.1        | -     | -       | 26.8    | 25.3    | 29.2 |
| FY23F     | 20.0   | 27.7        | -     | -       | 28.0    | 25.3    | 29.7 |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권  
주: 2022년 4월 18일 종가 기준



# 투자포인트 - 국내 골프용 거리측정기 1위 업체

사업 영역: 골프용 거리측정기 제조업체에서 포트폴리오 확장 추진 중인 골프 IT 업체



자료: 브이씨, 유진투자증권

# 투자포인트 - 자체 개발 핵심 기술

세계 최초, 세계 유일의 APL 서비스 및 정밀 GPS 기술

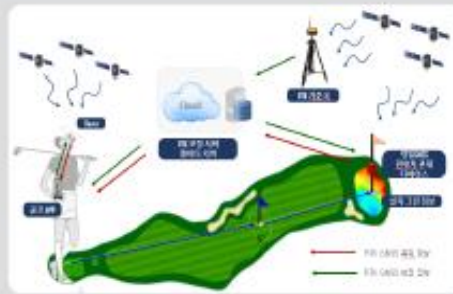
## ▽ Auto Pin Location

- ✓ 하루에도 몇번씩 변하는 핀위치를 실시간 자동으로 업데이트
- ✓ 전국 221개 골프장 제휴 서비스 지속 확대 중



## ▽ RTK 기술

- ✓ 기존 GPS의 수미터 오차를 cm단위로 줄인 획기적인 기술
- ✓ APL과 연동시 보다 편리하게 레이저만큼 정확한 거리측정



## ▽ GPS 핀어시스트

- ✓ GPS 기능을 이용하여 나무 등 주변 사물을 제외시키고 그린 내의 핀만을 정확히 포착
- ✓ 손떨림, 주변물체에 영향을 받지 않는 정확한 거리측정



정밀 GPS 기술

GPS + Laser 융합기술

자료: 브이씨, 유진투자증권

# 투자포인트 - 자체 개발 핵심 기술

세계 최대, 세계 최고 수준의 골프장 DB 확보 및 업데이트

## 그린 언들레이션 스캔



## 코스 스캔



매년 꾸준한  
코스 DB  
업데이트

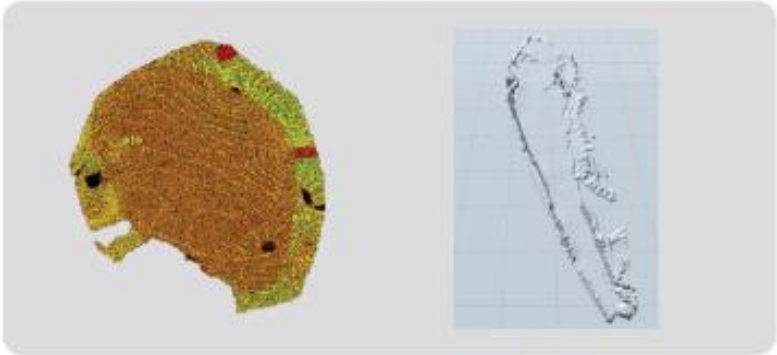


국내 그린  
정밀 스캔 데이터  
자속 업데이트



국내외  
1.8만개의  
그린언들레이션  
DB

## Raw 데이터



## 3D 이미지 변환

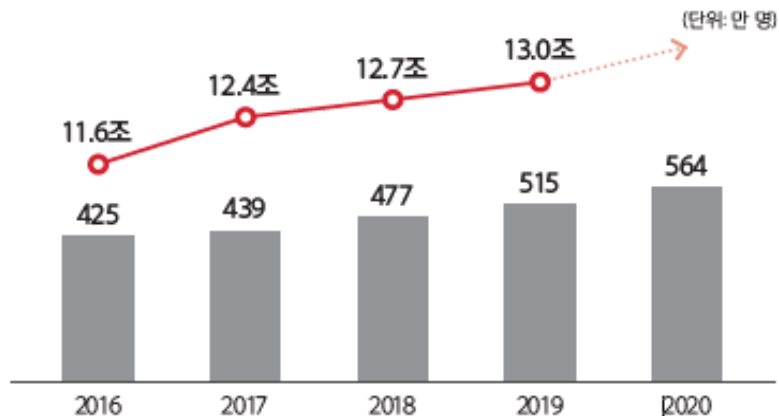


자료: 브이씨, 유진투자증권

# 성장 모멘텀 - 골프산업의 성장

지속 성장하고 있는 국내 골프 시장

## ▽국내 골프시장 규모 및 인구추이



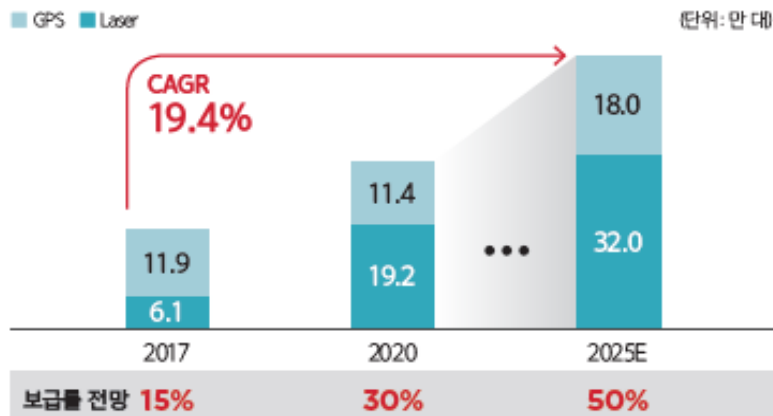
\*자료: 현대경제연구원 '골프산업의 재발견과 시사점' 2020년

## ▽거리측정기 보급률 증가 요인

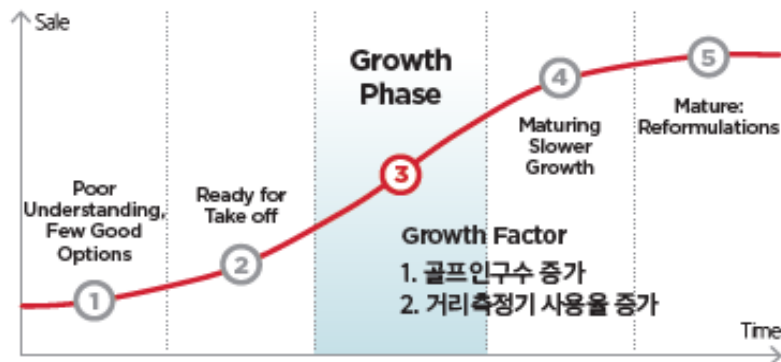
- ✓ 대중형 골프장 확충에 따른 골프인구 급증 전망
- ✓ 캐디 선택제 도입으로 셀프플레이 확대 예상  
- 거리측정기 사용이 필수적이 될 것으로 예상

\*자료: 문화체육관광부 '골프장 이용 합리화 및 골프산업 혁신 방안' 2022년

## ▽국내 거리측정기의 본격적 성장 국면 진입



\*자료: 업계 현황 조사 통한 추정, 2021년



자료: 브이씨, 유진투자증권

# 성장 모멘텀 - 브랜드 파워

국내 시장을 선도하고 있는 독보적 브랜드 파워 구축



\*자체 추정

## 수상경력

- 2016 문체부 대한민국 스포츠산업대상 <대통령상> 수상
- 2017 매일경제 GFW 골프브랜드 대상 <혁신상> 수상(2년 연속)  
산업통상부 산업기술대상 <장관상> 수상
- 2018 IF Design Awards 스포츠/아웃도어 부문 수상
- 2019 매일경제 GFW 골프브랜드 <거리측정기부분 대상> 수상
- 2021 문체부 대한민국 스포츠산업대상 <우수상> 수상



자료: 브이씨, 유진투자증권



# 성장 모멘텀 - 신제품 지속 출시

매년 신기술을 접목한 신제품 출시로 시장 선도



자료: 브이씨, 유진투자증권

# 성장 모멘텀 - 해외 진출 확대 중

제품 포트폴리오 확대하며 글로벌 시장 진출 확대

## 제품 포트폴리오 확대

### 론치모니터

2014년부터 스윙캐디가 미국시장에서 돌풍을 일으키며  
2021년까지 약 17만대 판매

2019년 더 정교하고 다양한 기능의  
스윙캐디 SC300 출시  
**미국 주요 유통채널 입점 완료**

2021년 스윙캐디 SC300i 출시



**미국, 유럽 등지에서 \$500이하 개인용/휴대용  
골프 분석기 시장 선도**

### GPS 거리측정기



- 미국시장에서 웨어러블 최초로  
그린 등고 서비스 지원 시작
- 기술 경쟁우위 기반 콘텐츠  
차별화

### 레이저 거리측정기



- GPS와 골프장DB를 기반으로  
간편하게 거리측정이 가능한  
디바이스로 글로벌 시장의  
판도를 바꿀 것으로 예상

## LPGA 파트너십 체결

✓ 2021년 6월

- LPGA 공식거리측정기로 보이스캐디 선정
- LPGA가 개최하는 전 대회에서 SL2 사용 허용



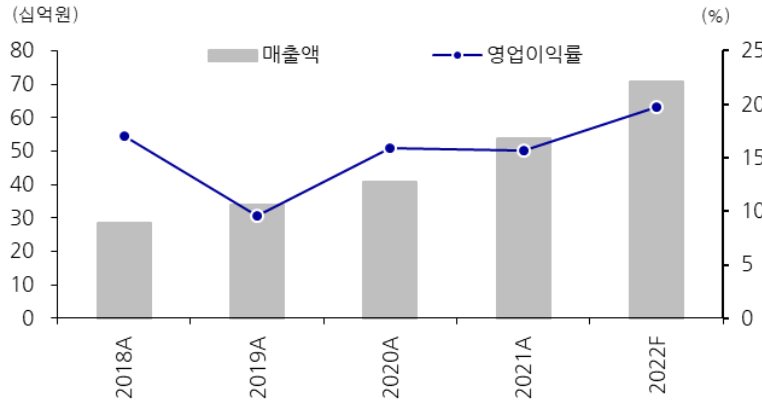
## 해외시장 매출 추이



자료: 브이씨, 유진투자증권

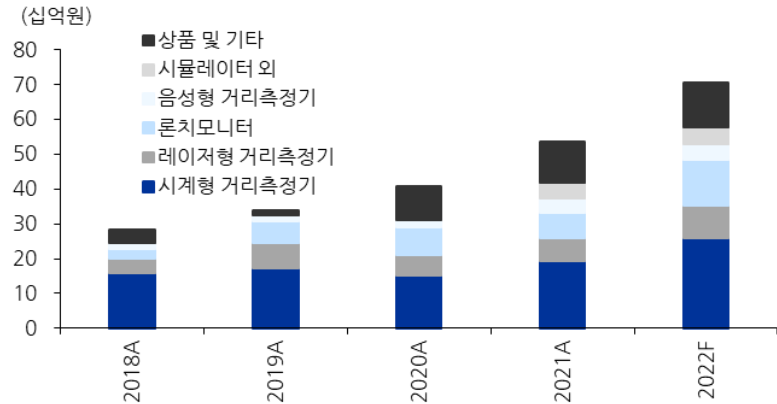
# 주요 지표

연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



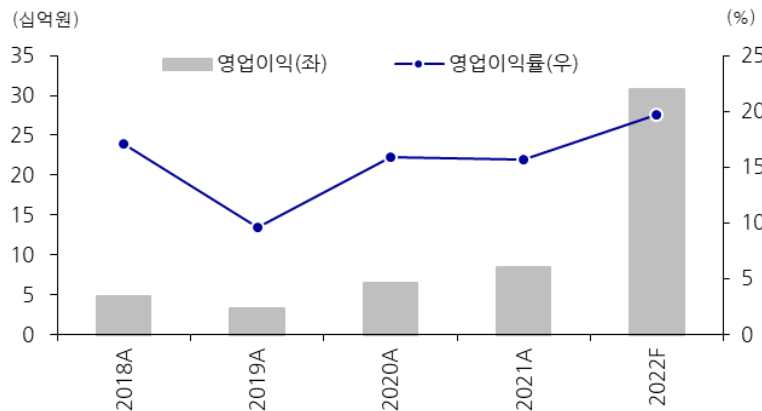
자료: 브이씨, 유진투자증권

연간 제품별 매출액 추이 및 전망



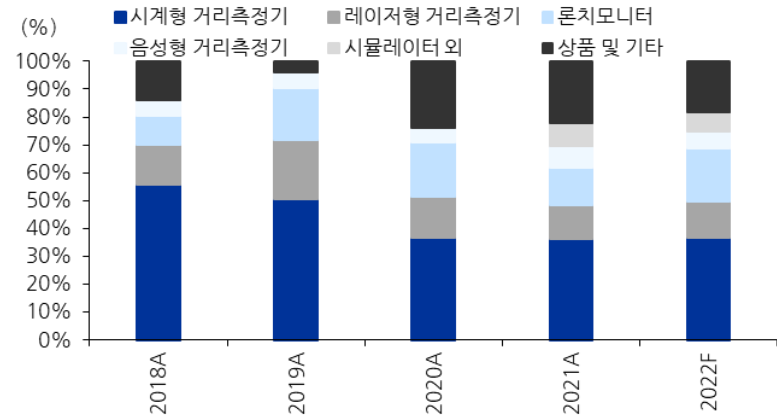
자료: 브이씨, 유진투자증권

연간 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 브이씨, 유진투자증권

연간 제품별 매출비중 추이 및 전망



자료: 브이씨, 유진투자증권



# 브이씨 (365900.KQ) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계              | 35.5  | 59.1  | 70.0  | 83.9  | 101.5 |
| 유동자산              | 26.7  | 27.7  | 32.7  | 39.7  | 49.0  |
| 현금성자산             | 19.4  | 12.0  | 17.3  | 21.3  | 27.0  |
| 매출채권              | 3.3   | 4.9   | 5.4   | 6.6   | 8.1   |
| 재고자산              | 3.0   | 8.4   | 7.5   | 9.3   | 11.4  |
| 비유동자산             | 8.8   | 31.4  | 37.3  | 44.2  | 52.5  |
| 투자자산              | 3.9   | 3.0   | 3.9   | 4.8   | 5.9   |
| 유형자산              | 3.9   | 26.8  | 30.8  | 36.0  | 42.6  |
| 기타                | 1.0   | 1.6   | 2.5   | 3.4   | 4.1   |
| 부채총계              | 17.8  | 26.5  | 27.1  | 28.3  | 29.9  |
| 유동부채              | 12.5  | 8.1   | 8.7   | 9.9   | 11.5  |
| 매입채무              | 3.3   | 4.8   | 5.4   | 6.6   | 8.2   |
| 유동성이자부채           | 7.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 기타                | 1.4   | 2.6   | 2.6   | 2.6   | 2.6   |
| 비유동부채             | 5.3   | 18.4  | 18.4  | 18.4  | 18.4  |
| 비유동이자부채           | 4.7   | 17.7  | 17.7  | 17.7  | 17.7  |
| 기타                | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 자본총계              | 17.7  | 32.6  | 42.9  | 55.5  | 71.7  |
| 자배지분              | 17.7  | 32.6  | 42.9  | 55.5  | 71.7  |
| 자본금               | 2.5   | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| 자본잉여금             | 2.1   | 9.6   | 9.6   | 9.6   | 9.6   |
| 이익잉여금             | 11.6  | 18.4  | 28.7  | 41.4  | 57.5  |
| 기타                | 1.5   | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 비자배지분             | (0.0) | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본총계              | 17.7  | 32.6  | 42.9  | 55.5  | 71.7  |
| 총차입금              | 12.4  | 18.4  | 18.4  | 18.4  | 18.4  |
| 순차입금              | (7.1) | 6.4   | 1.1   | (2.9) | (8.6) |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원) | 2020A | 2021A  | 2022F | 2023F  | 2024F  |
|-------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 영업현금              | 8.9   | 2.7    | 14.1  | 14.6   | 18.3   |
| 당기순이익             | 4.3   | 7.0    | 10.2  | 12.6   | 16.0   |
| 자산상각비             | 1.4   | 1.7    | 3.8   | 4.5    | 5.4    |
| 기타비현금성손익          | 3.4   | 2.4    | (0.8) | (0.8)  | (0.9)  |
| 운전자본증감            | 0.4   | (7.6)  | 0.9   | (1.7)  | (2.1)  |
| 매출채권감소(증가)        | (0.9) | (1.3)  | (0.5) | (1.2)  | (1.5)  |
| 재고자산감소(증가)        | 2.9   | (5.2)  | 0.9   | (1.7)  | (2.1)  |
| 매입채무증가(감소)        | 0.3   | 0.4    | 0.5   | 1.2    | 1.5    |
| 기타                | (2.0) | (1.6)  | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 투자현금              | (5.8) | (19.1) | (8.8) | (10.5) | (12.6) |
| 단기투자자산감소          | (0.1) | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 장기투자증권감소          | 41.4  | 16.1   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 설비투자              | (3.3) | (23.1) | (7.6) | (9.4)  | (11.5) |
| 유형자산처분            | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산처분            | (1.2) | (1.2)  | (1.2) | (1.1)  | (1.1)  |
| 재무현금              | 1.5   | 13.5   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 차입금증가             | (2.1) | 13.4   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 자본증가              | 1.1   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급             | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 현금증감              | 4.4   | (2.9)  | 5.3   | 4.0    | 5.7    |
| 기초현금              | (4.8) | (9.2)  | 6.3   | 11.6   | 15.7   |
| 기말현금              | 9.2   | 6.3    | 11.6  | 15.7   | 21.3   |
| Gross Cash flow   | 9.1   | 11.5   | 13.2  | 16.3   | 20.4   |
| Gross Investment  | 5.4   | 26.7   | 7.9   | 12.3   | 14.8   |
| Free Cash Flow    | 3.7   | (15.2) | 5.3   | 4.0    | 5.7    |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 40.7  | 53.7  | 70.7  | 87.0  | 106.9 |
| 증가율(%)            | 19.9  | 31.7  | 31.7  | 23.1  | 22.9  |
| 매출원가              | 18.4  | 21.7  | 28.4  | 35.3  | 43.1  |
| 매출총이익             | 22.4  | 32.0  | 42.3  | 51.8  | 63.8  |
| 판매 및 일반관리비        | 15.9  | 23.5  | 28.3  | 34.3  | 42.1  |
| 기타영업손익            | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 영업이익              | 6.5   | 8.4   | 13.9  | 17.4  | 21.7  |
| 증가율(%)            | 98.7  | 29.9  | 65.7  | 25.0  | 24.5  |
| EBITDA            | 7.8   | 10.2  | 17.8  | 22.0  | 27.1  |
| 증가율(%)            | 78.2  | 29.7  | 75.0  | 23.5  | 23.2  |
| 영업외손익             | (1.2) | (0.0) | (1.3) | (1.8) | (2.1) |
| 이자수익              | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.2   |
| 이자비용              | 0.8   | 0.5   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 지분법손익             | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익           | (0.6) | 0.3   | (0.7) | (1.2) | (1.5) |
| 세전순이익             | 5.3   | 8.4   | 12.7  | 15.7  | 19.6  |
| 증가율(%)            | 86.5  | 58.1  | 51.2  | 23.6  | 25.4  |
| 법인세비용             | 1.0   | 1.3   | 2.5   | 3.1   | 3.7   |
| 당기순이익             | 4.3   | 7.0   | 10.2  | 12.6  | 16.0  |
| 증가율(%)            | 98.6  | 64.8  | 44.4  | 23.5  | 27.2  |
| 지배주주지분            | 4.5   | 7.0   | 10.3  | 12.7  | 16.1  |
| 증가율(%)            | 111.2 | 54.2  | 47.2  | 22.7  | 27.4  |
| 비지배지분             | (0.3) | 0.0   | (0.1) | (0.1) | (0.2) |
| EPS(원)            | 895   | 1,177 | 1,732 | 2,126 | 2,709 |
| 증가율(%)            | 92.5  | 31.5  | 47.2  | 22.7  | 27.4  |
| 수정EPS(원)          | 895   | 1,177 | 1,732 | 2,126 | 2,709 |
| 증가율(%)            | 92.5  | 31.5  | 47.2  | 22.7  | 27.4  |

| 주요투자지표      | 2020A  | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F  |
|-------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 주당지표(원)     |        |       |       |       |        |
| EPS         | 895    | 1,177 | 1,732 | 2,126 | 2,709  |
| BPS         | 29,735 | 5,468 | 7,193 | 9,319 | 12,028 |
| DPS         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 밸류에이션(배, %) |        |       |       |       |        |
| PER         | n/a    | n/a   | 7.9   | 6.4   | 5.0    |
| PBR         | n/a    | n/a   | 1.9   | 1.5   | 1.1    |
| EV/ EBITDA  | n/a    | 0.6   | 5.6   | 4.4   | 3.3    |
| 배당수익률       | 0.0    | 0.0   | n/a   | n/a   | n/a    |
| PCR         | n/a    | n/a   | 6.2   | 5.0   | 4.0    |
| 수익성(%)      |        |       |       |       |        |
| 영업이익률       | 15.9   | 15.7  | 19.7  | 20.0  | 20.3   |
| EBITDA이익률   | 19.2   | 18.9  | 25.2  | 25.2  | 25.3   |
| 순이익률        | 10.5   | 13.1  | 14.4  | 14.4  | 14.9   |
| ROE         | 33.2   | 27.9  | 27.4  | 25.8  | 25.4   |
| ROIC        | 56.4   | 28.6  | 27.0  | 29.0  | 30.5   |
| 안정성 (배, %)  |        |       |       |       |        |
| 순차입금/자기자본   | (39.9) | 19.7  | 2.6   | (5.2) | (12.0) |
| 유동비율        | 213.9  | 340.3 | 375.8 | 399.3 | 427.5  |
| 이자보상배율      | 8.5    | 17.0  | 18.7  | 23.4  | 29.2   |
| 활동성 (회)     |        |       |       |       |        |
| 총자산회전율      | 1.3    | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.2    |
| 매출채권회전율     | 13.3   | 13.1  | 13.8  | 14.5  | 14.5   |
| 재고자산회전율     | 9.0    | 9.4   | 8.9   | 10.4  | 10.4   |
| 매입채무회전율     | 13.9   | 13.1  | 13.8  | 14.5  | 14.5   |

# 골프존뉴딘홀딩스

## (121440)

투자의견  
**NR**

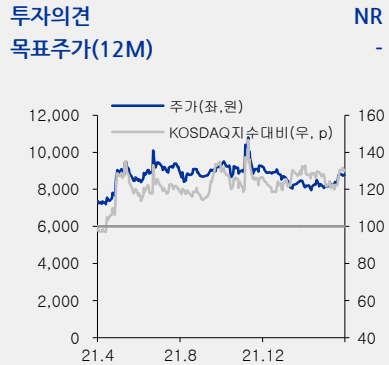
목표주가  
-

| 주가상승    | 1M  | 6M   | 12M  |
|---------|-----|------|------|
| 상대기준(%) | 3.8 | 1.5  | 29.2 |
| 절대기준(%) | 9.9 | -5.1 | 20.4 |

|          | 현재   | 직전 | 변동 |
|----------|------|----|----|
| 투자의견     | NR   | -  | -  |
| 목표주가(원)  | -    | -  | -  |
| 영업이익(22) | 84.0 | -  | -  |
| 영업이익(23) | 97.5 | -  | -  |

IT/5G 박종선\_02)368-6076\_joungsun.park@eugenefn.com

|                       |               |
|-----------------------|---------------|
| <b>현재주가(22.04.18)</b> | <b>8,800원</b> |
| 시가총액(십억원)             | 377           |
| 발행주식수(천주)             | 42,837        |
| 52주 최고가(원)            | 11,200        |
| 최저가(원)                | 7,060         |
| 52주 일간 Beta           | 0.44          |
| 90일 일평균거래대금(억원)       | 6.3           |
| 외국인 지분율(%)            | 1.6           |
| 배당수익률(2022F)(%)       | 1.6           |
| 주주구성(%)               |               |
| 김원일 외24인              | 55.5%         |
| KB자산운용 외1인            | 13.6%         |



| 결산기(12월)      | 2020A | 2021A | 2022F  | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액(십억원)      | 292.0 | 417.7 | 470.1  | 529.5 | 596.9 |
| 영업이익(십억원)     | 30.0  | 73.2  | 84.0   | 97.5  | 112.6 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 40.5  | 151.9 | 85.5   | 97.6  | 104.6 |
| 당기순이익(십억원)    | 28.5  | 135.9 | 68.1   | 77.6  | 83.0  |
| EPS(원)        | 658   | 3,146 | 1,564  | 1,785 | 1,911 |
| 증감률(%)        | 흑전    | 378.3 | (50.3) | 14.1  | 7.1   |
| PER(배)        | 8.4   | 2.8   | 5.6    | 4.9   | 4.6   |
| ROE(%)        | 6.2   | 25.2  | 10.7   | 11.0  | 10.7  |
| PBR(배)        | 0.5   | 0.6   | 0.6    | 0.5   | 0.5   |
| EV/EBITDA(배)  | 8.2   | 6.6   | 5.5    | 4.5   | 3.7   |

2022.04.19

골프소모품

## 골프용품 유통 강자로 부상

### Investment Point

- 골프용품 사업부문 매출 본격 성장:** 골프용품의 유통을 담당하는 골프용품 사업 부문은 골프인구 증가로 인하여 관련 매출이 급성장하고 있음. 2019년에 1,798억원에서 2020년 2,406억원, 2021년에는 3,449억원을 달성하며, 전년대비 각각 11.3%, 33.7%, 43.4% 증가하였음. 골프용 거리측정기를 제조하는 골프존데카와 국내외 브랜드 상품을 판매하는 골프존유통 등의 사업이 주를 이루고 있음. 골프존유통은 골프존마켓(국내 1위 오프라인 매장 & 온라인몰), 골핑(골프전문소품몰), 골프에비뉴(골프웨어 컨셉 스토어) 등을 운영하며 시장을 선도하고 있음.
- 브랜드 로열티 등의 지주 사업부문도 안정적 실적 성장 중:** 브랜드 로열티, 지분법 이익 및 임대사업 등의 매출이 포함된 지주사업부문 매출이 크게 증가하였음. 2021년 매출액은 780억원으로 2020년 대비 46.7%가 증가하면서 전년에 이어 18%대의 매출 비중을 차지하고 있어 안정적인 실적 성장에 기여하고 있음.

### 최근 실적 및 이슈

- 2022년 예상 실적 전망:** 당사 추정 2022년 예상실적(연결기준)은 매출액 4,701억원, 영업이익 840억원으로 전년대비 각각 12.5%, 14.7% 증가하며 안정적인 실적 성장과 함께 최고 실적을 경신할 것으로 전망함.
- Valuation 매력 보유:** 현재 주가는 2022년 예상 EPS(1,564원) 기준, PER 5.6배로, 국내 유사 및 동종 업체 평균 PER 9.0배 대비 크게 할인되어 거래 중임.

# 골프존뉴딘홀딩스 실적 Table

골프존뉴딘홀딩스 분기 실적 추이 및 전망(연결기준)

| (십억원, %)     | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20A | 4Q20A | 1Q21A | 2Q21A | 3Q21A | 4Q21A | 1Q22F | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 51.0  | 84.3  | 86.5  | 70.3  | 74.3  | 121.9 | 122.0 | 99.5  | 84.2  | 137.1 | 136.7 | 112.0 |
| 증가율(%yoy)    | 6.2   | 24.7  | 44.3  | 31.5  | 45.9  | 44.6  | 41.1  | 41.4  | 13.3  | 12.5  | 12.1  | 12.6  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 지주사업부문       | 5.8   | 14.8  | 15.2  | 17.6  | 11.5  | 27.1  | 26.6  | 12.9  | 12.1  | 28.4  | 27.9  | 13.5  |
| 골프장 임대사업부문   | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 2.4   | 1.8   | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 2.0   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 골프용품사업부문     | 39.0  | 68.3  | 71.2  | 62.1  | 60.5  | 98.9  | 98.8  | 86.7  | 69.6  | 113.7 | 113.6 | 99.8  |
| 공간사업 및 기타부문  | 5.4   | 4.1   | 5.3   | 4.4   | 5.1   | 5.6   | 5.8   | 5.4   | 5.6   | 6.1   | 6.4   | 5.9   |
| 연결조정         | -1.0  | -4.8  | -7.0  | -16.2 | -4.6  | -11.5 | -11.0 | -7.4  | -5.1  | -13.2 | -13.3 | -9.3  |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 지주사업부문       | 11.3  | 17.6  | 17.5  | 25.1  | 15.5  | 22.2  | 21.8  | 13.0  | 14.3  | 20.7  | 20.4  | 12.1  |
| 골프장 임대사업부문   | 3.6   | 2.2   | 2.2   | 3.4   | 2.5   | 1.5   | 1.5   | 1.9   | 2.4   | 1.5   | 1.5   | 1.9   |
| 골프용품사업부문     | 76.5  | 81.0  | 82.3  | 88.3  | 81.4  | 81.1  | 81.0  | 87.2  | 82.6  | 82.9  | 83.1  | 89.1  |
| 공간사업 및 기타부문  | 10.6  | 4.9   | 6.1   | 6.3   | 6.9   | 4.6   | 4.8   | 5.4   | 6.7   | 4.5   | 4.7   | 5.3   |
| 연결조정         | -2.0  | -5.7  | -8.1  | -23.1 | -6.2  | -9.4  | -9.1  | -7.5  | -6.1  | -9.6  | -9.7  | -8.3  |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가         | 28.4  | 49.6  | 50.3  | 47.5  | 43.5  | 69.7  | 69.9  | 58.9  | 49.2  | 78.3  | 80.3  | 66.9  |
| 매출총이익        | 22.5  | 34.7  | 36.2  | 22.8  | 30.8  | 52.2  | 52.1  | 40.6  | 35.0  | 58.8  | 56.4  | 45.1  |
| 판매관리비        | 20.4  | 21.1  | 22.1  | 22.5  | 20.1  | 25.5  | 25.3  | 31.5  | 22.5  | 28.7  | 26.1  | 34.1  |
| 영업이익         | 2.1   | 13.5  | 14.1  | 0.3   | 10.7  | 26.7  | 26.7  | 9.1   | 12.5  | 30.2  | 30.3  | 11.0  |
| 세전이익         | 1.4   | 10.6  | 12.5  | 16.0  | 9.4   | 25.0  | 25.1  | 92.4  | 9.5   | 25.7  | 27.3  | 23.0  |
| 당기순이익        | 0.8   | 8.1   | 7.9   | 11.6  | 8.2   | 20.2  | 20.5  | 86.9  | 7.3   | 20.3  | 21.7  | 18.7  |
| 지배주주 당기순이익   | 1.2   | 7.9   | 7.8   | 11.3  | 8.1   | 20.0  | 20.2  | 86.6  | 7.2   | 20.0  | 21.4  | 18.4  |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가율        | 55.8  | 58.9  | 58.1  | 67.6  | 58.5  | 57.2  | 57.3  | 59.2  | 58.5  | 57.1  | 58.7  | 59.7  |
| 매출총이익율       | 44.2  | 41.1  | 41.9  | 32.4  | 41.5  | 42.8  | 42.7  | 40.8  | 41.5  | 42.9  | 41.3  | 40.3  |
| 판매관리비율       | 40.1  | 25.1  | 25.5  | 32.0  | 27.1  | 20.9  | 20.8  | 31.7  | 26.7  | 20.9  | 19.1  | 30.4  |
| 영업이익율        | 4.1   | 16.1  | 16.3  | 0.4   | 14.4  | 21.9  | 21.9  | 9.1   | 14.8  | 22.0  | 22.1  | 9.9   |
| 세전이익율        | 2.7   | 12.6  | 14.4  | 22.8  | 12.6  | 20.5  | 20.6  | 92.9  | 11.3  | 18.8  | 20.0  | 20.5  |
| 당기순이익율       | 1.6   | 9.6   | 9.2   | 16.5  | 11.0  | 16.6  | 16.8  | 87.4  | 8.7   | 14.8  | 15.9  | 16.7  |
| 지배주주 당기순이익율  | 2.4   | 9.4   | 9.0   | 16.0  | 10.8  | 16.4  | 16.5  | 87.0  | 8.6   | 14.6  | 15.6  | 16.5  |

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

# 골프존뉴딘홀딩스 실적 Table

골프존뉴딘홀딩스 연간 실적 추이 및 전망(연결기준)

| (십억원, %)     | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 216.5 | 213.8 | 223.0 | 228.9 | 292.0 | 417.7 | 470.1 |
| 증가율(% yoy)   |       | -1.2  | 4.3   | 2.6   | 27.6  | 43.0  | 12.5  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |
| 지주사업부문       | 27.7  | 39.2  | 42.5  | 2.3   | 53.4  | 78.0  | 81.9  |
| 골프장임대사업부문    | 64.6  | 33.9  | 8.0   | 12.3  | 8.0   | 7.5   | 8.3   |
| 골프용품사업부문     | 125.5 | 131.2 | 161.8 | 179.9 | 240.6 | 344.9 | 396.7 |
| 공간사업 및 기타부문  | 20.9  | 28.6  | 18.0  | 22.6  | 19.2  | 21.9  | 24.1  |
| 연결조정         | -22.2 | -19.2 | -7.2  | 11.8  | -29.1 | -34.6 | -40.9 |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |
| 지주사업부문       | 12.8  | 18.4  | 19.1  | 1.0   | 18.3  | 18.7  | 17.4  |
| 골프장임대사업부문    | 29.8  | 15.9  | 3.6   | 5.4   | 2.7   | 1.8   | 1.8   |
| 골프용품사업부문     | 58.0  | 61.4  | 72.5  | 78.6  | 82.4  | 82.6  | 84.4  |
| 공간사업 및 기타부문  | 9.7   | 13.4  | 8.1   | 9.9   | 6.6   | 5.2   | 5.1   |
| 연결조정         | -10.2 | -9.0  | -3.2  | 5.2   | -10.0 | -8.3  | -8.7  |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가         | 109.4 | 113.0 | 129.2 | 140.6 | 175.9 | 242.0 | 274.7 |
| 매출총이익        | 107.1 | 100.8 | 93.8  | 88.3  | 116.2 | 175.7 | 195.3 |
| 판매관리비        | 69.5  | 82.4  | 92.7  | 92.0  | 86.2  | 102.5 | 111.4 |
| 영업이익         | 37.6  | 18.4  | 1.1   | -3.6  | 30.0  | 73.2  | 84.0  |
| 세전이익         | 3.7   | -17.8 | 9.7   | -31.5 | 40.5  | 151.9 | 85.5  |
| 당기순이익        | 2.9   | -21.6 | -7.5  | -34.1 | 28.5  | 135.9 | 68.1  |
| 지배주주 당기순이익   | 4.0   | -21.6 | -7.1  | -31.4 | 28.2  | 134.8 | 67.0  |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가율        | 50.5  | 52.9  | 57.9  | 61.4  | 60.2  | 57.9  | 58.4  |
| 매출총이익율       | 49.5  | 47.1  | 42.1  | 38.6  | 39.8  | 42.1  | 41.6  |
| 판매관리비율       | 32.1  | 38.5  | 41.6  | 40.2  | 29.5  | 24.5  | 23.7  |
| 영업이익율        | 17.4  | 8.6   | 0.5   | -1.6  | 10.3  | 17.5  | 17.9  |
| 세전이익율        | 1.7   | -8.3  | 4.3   | -13.8 | 13.9  | 36.4  | 18.2  |
| 당기순이익율       | 1.3   | -10.1 | -3.4  | -14.9 | 9.8   | 32.5  | 14.5  |
| 지배주주 당기순이익율  | 1.9   | -10.1 | -3.2  | -13.7 | 9.6   | 32.3  | 14.3  |

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

# 골프존뉴딘홀딩스 Peer Table

골프존뉴딘홀딩스 Peer Group Valuation Table

|           | 골프존뉴딘홀딩스 | 평균   | 브이씨    | 골프존데카 | 크리스에프앤씨 | 까스텔바작 | 골프존     |
|-----------|----------|------|--------|-------|---------|-------|---------|
| 주가        | 8,800    |      | 13,650 | 5,830 | 43,200  | 9,760 | 167,100 |
| 시가총액(십억원) | 377      |      | 98.8   | 24    | 506     | 64.4  | 1,048.6 |
| PER       |          |      |        |       |         |       |         |
| FY20A     | 8.4      | 9.8  | -      | 5.2   | 7.9     | 14.9  | 11.4    |
| FY21A     | 2.8      | 8.7  | -      | 4.1   | 7.6     | -     | 14.4    |
| FY22F     | 5.6      | 9.0  | 10.7   | -     | 5.9     | -     | 10.3    |
| FY23F     | 4.9      | 7.0  | -      | -     | 5.3     | -     | 8.8     |
| PBR       |          |      |        |       |         |       |         |
| FY20A     | 0.5      | 1.3  | -      | -     | 1.2     | 0.9   | 1.9     |
| FY21A     | 0.6      | 2.1  | -      | -     | 1.6     | 1.0   | 3.8     |
| FY22F     | 0.6      | 2.1  | -      | -     | 1.3     | -     | 2.9     |
| FY23F     | 0.5      | 1.6  | -      | -     | 1.0     | -     | 2.2     |
| 매출액(십억원)  |          |      |        |       |         |       |         |
| FY20A     | 292.0    |      | 40.8   | 17.5  | 292.4   | 67.3  | 298.5   |
| FY21A     | 417.7    |      | 53.7   | 28.3  | 375.9   | 74.7  | 440.3   |
| FY22F     | 470.1    |      | 72.0   | -     | 442.9   | -     | 526.7   |
| FY23F     | 529.5    |      | 83.2   | -     | 495.7   | -     | 567.6   |
| 영업이익(십억원) |          |      |        |       |         |       |         |
| FY20A     | 30.0     |      | 6.5    | -0.9  | 49.8    | 7.5   | 51.6    |
| FY21A     | 73.2     |      | 8.4    | 2.9   | 87.1    | -4.3  | 107.7   |
| FY22F     | 84.0     |      | 12.2   | -     | 112.3   | -     | 141.3   |
| FY23F     | 97.5     |      | 15.7   | -     | 125.2   | -     | 159.0   |
| 영업이익률(%)  |          |      |        |       |         |       |         |
| FY20A     | 10.3     | 11.3 | 15.9   | -5.0  | 17.0    | 11.2  | 17.3    |
| FY21A     | 17.5     | 13.6 | 15.7   | 10.3  | 23.2    | -5.8  | 24.5    |
| FY22F     | 17.9     | 23.0 | 16.9   | -     | 25.3    | -     | 26.8    |
| FY23F     | 18.4     | 24.1 | 18.9   | -     | 25.3    | -     | 28.0    |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권  
주: 2022년 4월 18일 종가 기준

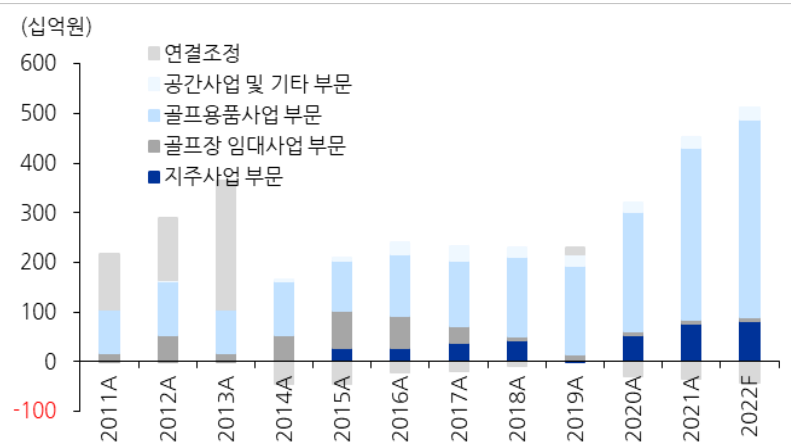
# 회사 소개 - 골프용품 매출 성장세 뚜렷

사업 부문 및 관련 회사

| 사업부문      | 회사명                                                                                                          | 주요 생산 및 판매제품 유형                    |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| 지주사업      | (주)골프존뉴딘홀딩스                                                                                                  | 브랜드로열티, 경영자문, 임대수익, 지분법이익 등        |
| 골프장 운영사업  | (주)골프존카운티                                                                                                    | 골프장 인수운영 및 임차 운영                   |
| 골프장 임대사업  | (주)골프존카운티자산관리<br>(주)골프존카운티선운<br>(주)골프존카운티영천<br>리치먼드사모골프존카운티 삼성부<br>동산투자신탁<br>(주)지씨에이더블유                      | 골프장 임대사업 등                         |
| 골프용품사업    | (주)골프존유통<br>(주)골프존데카<br>Deca International Corp                                                              | 골프용품 유통 및 판매<br>골프거리측정기 제조 및 판매    |
| 공간 및 기타사업 | (주)뉴딘콘텐츠<br>(주)골프존조이마루<br>GOLFZON NEWDIN INTERNATI<br>ONAL INC.<br>GOLFZON Leadbetter Golf Acad<br>emies LLC | 스크린야구, 스크린볼링<br>사업<br>및 부동산 관리, 투자 |
| 스크린골프 사업  | (주)골프존                                                                                                       | 스크린골프 사업                           |

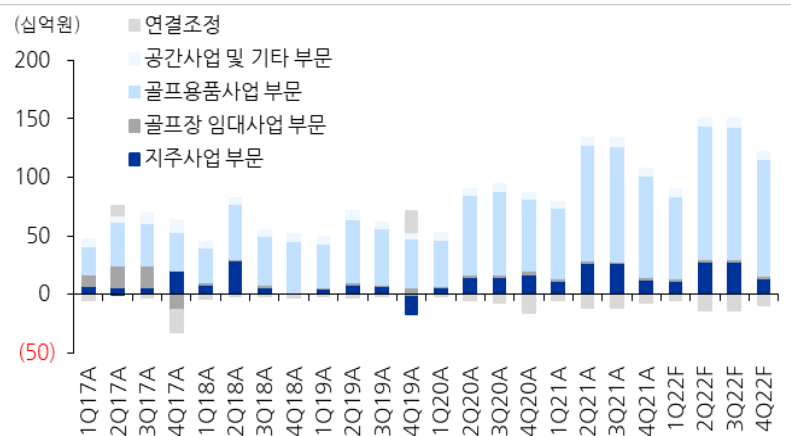
자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

분기별 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

연간 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

# 투자포인트 - 골프용품 매출 성장세 뚜렷

## No.1 국내 골프용품전문점, 골프존마켓



### 입점 브랜드

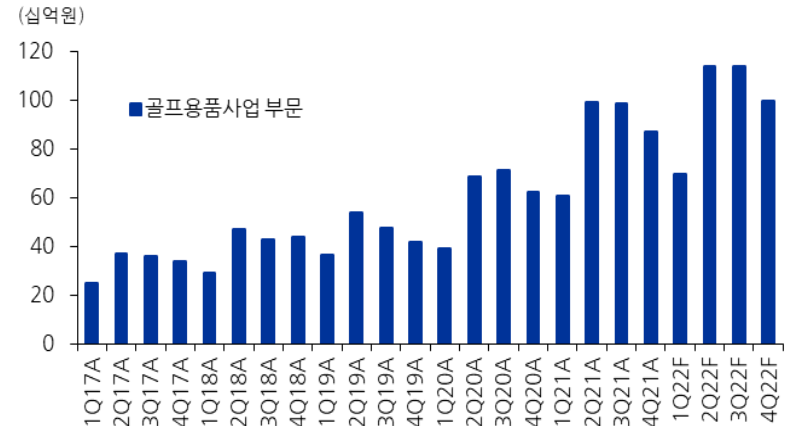


### 골프존마켓 매장수



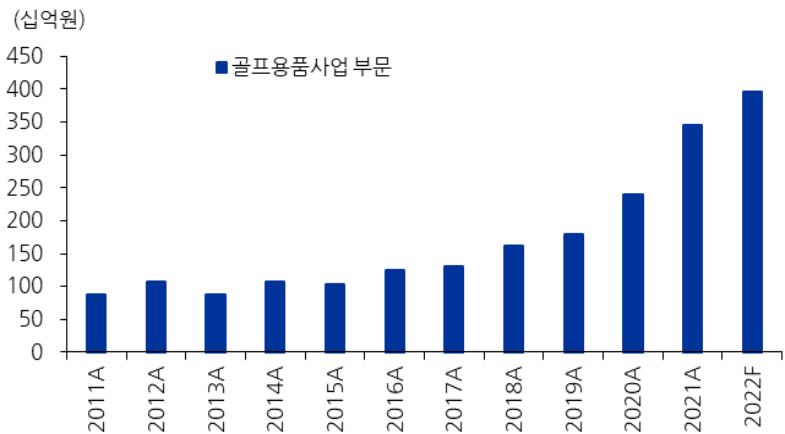
자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

## 분기별 골프용품 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

## 연간 골프용품 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권



# 투자포인트 - 골프용품 유통 및 제조

## 골프거리측정기 제조, 골프존데카



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

## 온라인골프쇼핑의 강자, 골핑



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

## 골프웨어 কেন싱스토어, 더 골프 에비뉴

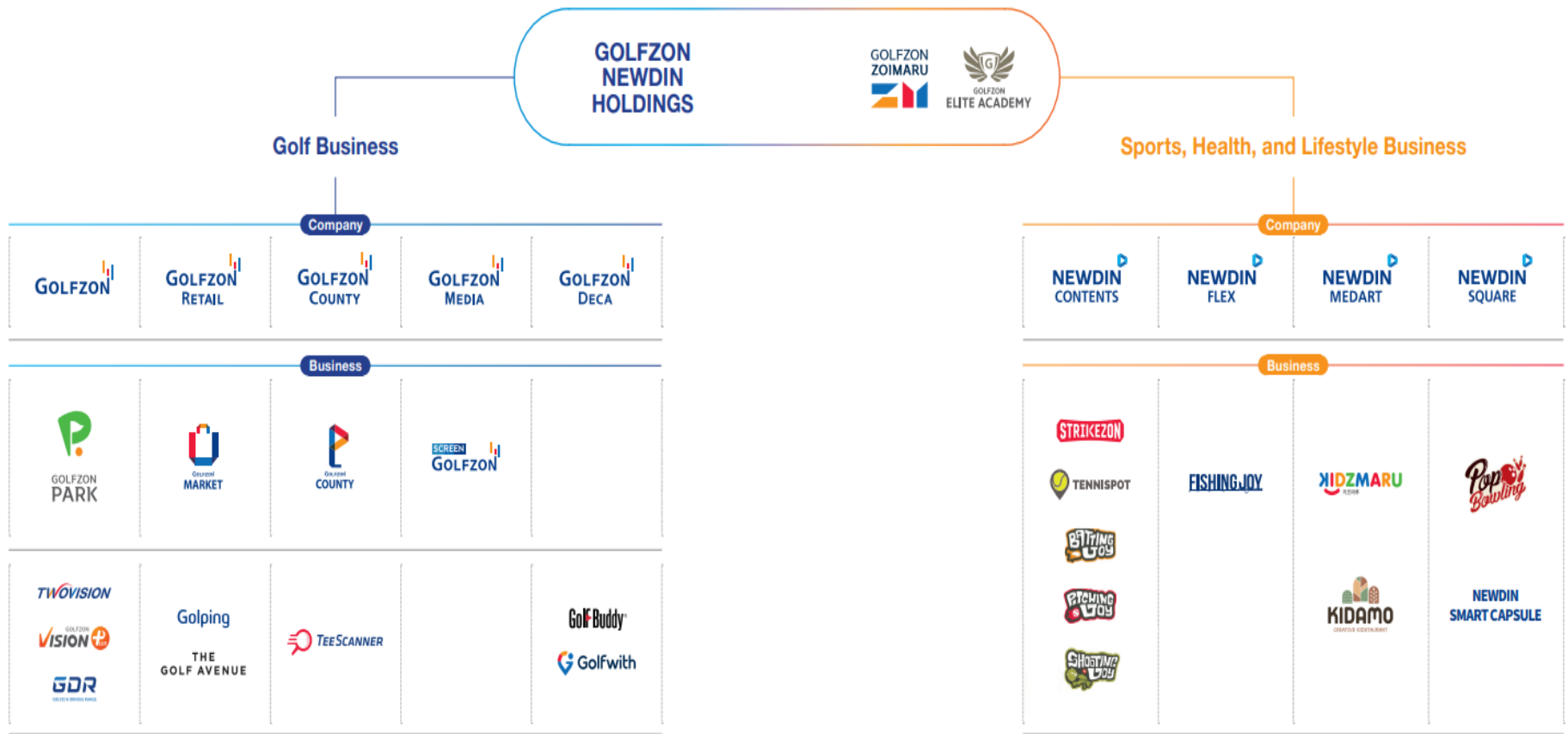


자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권



# 참고 - 골프존뉴딘그룹

골프존 뉴딘그룹 사업 현황



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

# 참고 - 연결대상 종속회사 현황

연결대상 종속회사 현황 (상세)

| 상호                                        | 설립일        | 주소                                                                     | 주요사업               | 최근사업연도말<br>자산총액 | 지배관계 근거                        | 주요종속<br>회사 여부           |
|-------------------------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------|-----------------|--------------------------------|-------------------------|
| (주)골프존유통                                  | 2015.03.01 | 서울시 송파구 백제고분로 101                                                      | 골프용품 유통 및 판매       | 137,002         | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 주요종속회사<br>(자산총액 10% 이상) |
| (주)골프존카운티자산관리                             | 2006.01.06 | 서울시 강남구 영동대로 735                                                       | 골프장임대 사업           | 105,103         | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 주요종속회사<br>(자산총액 10% 이상) |
| 리치먼드사모골프존카운티<br>삼성부동산투자신탁                 | 2013.08.09 | 서울시 영등포구 63로 50                                                        | 부동산 임대업            | 80,629          | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 주요종속회사<br>(자산총액 10% 이상) |
| (주)골프존카운티영천                               | 2013.10.28 | 경상북도 영천시 청통면 송천리                                                       | 부동산 임대업            | 59,743          | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| (주)지씨에이더블유                                | 2014.06.25 | 경기도 안성시 양성면 교동길 19-70                                                  | 부동산 임대업            | 62,859          | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항없음                  |
| (주)골프존카운티선운                               | 2005.02.04 | 전라북도 고창군 아산면 용계리                                                       | 부동산 임대업            | 52,929          | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| (주)골프존데카<br>(코넥스 상장)                      | 2003.12.10 | 경기도 성남시 분당구 판교로 253                                                    | 골프거리측정기<br>제조 및 판매 | 10,272          | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| (주)뉴딘콘텐츠                                  | 2014.03.07 | 서울특별시 강남구 영동대로 735                                                     | 게임개발업              | 3,459           | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| Deca International Corp                   | 2005.12.29 | 10700 Norwalk Blvd,<br>Santa Fe Springs, CA 90670                      | 골프거리측정<br>단말기 판매업  | 975             | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| (주)골프존조이마루                                | 2018.10.01 | 대전시 유성구 엑스포로97번길 40                                                    | 부동산관리              | 688             | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| GOLFZON NEWDIN<br>INTERNATIONAL INC.      | 2018.09.04 | 1209 Orange Street Wilmington,<br>Delaware 19801, County of New castle | 특수목적회사             | 3,417           | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| Golfzon Leadbetter<br>Golf Academies, LLC | 2000.10.23 | 8595 White Shark Blvd,<br>Championsgate, FL 33896                      | 골프레슨 사업            | 2,626           | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| 리드베터코리아                                   | 2019.07.03 | 경기도 안성시 고삼면 개울말길 149-1                                                 | 골프레슨 사업            | 75              | 의결권의 과반수 소유<br>(기업회계기준서 1110호) | 해당사항 없음                 |
| 에이더블유원큐제일차(유)                             | 2021.12.07 | 서울특별시 중구 을지로 35                                                        | 자산유동화업             | 42,152          | 실질지배력<br>(회계기준서1110호)          | 해당사항 없음                 |

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

# 참고 - 타법인 출자 현황

타법인 출자회사 현황 (상세)

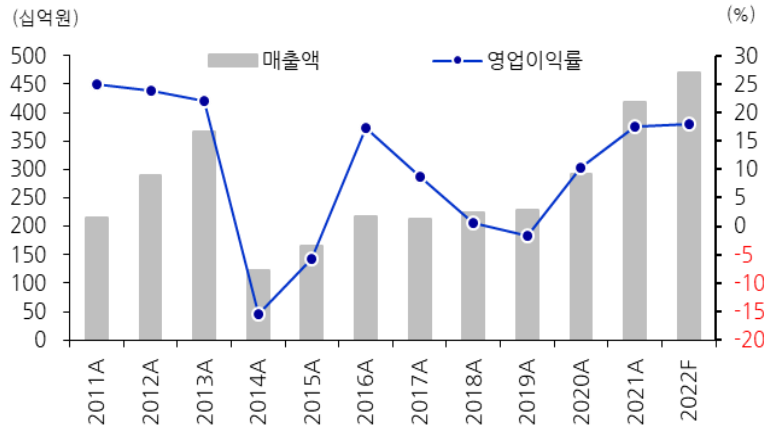
(단위 : 백만원, 주, %)

| 법인명                              | 상장 여부 | 최초취득일자     | 출자 목적  | 최초취득 금액 | 기초잔액       |        |         | 증가(감소)    |        |         | 기말잔액       |        |         | 최근사업연도 재무현황 |        |
|----------------------------------|-------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|-----------|--------|---------|------------|--------|---------|-------------|--------|
|                                  |       |            |        |         | 수량         | 지분율    | 장부 가액   | 취득(처분) 수량 | 금액     | 평가 손익   | 수량         | 지분율    | 장부 가액   | 총자산         | 당기 순손익 |
| (주)골프존유통                         | 비상장   | 2015.03.01 | 물적분할   | 40,325  | 21,482,688 | 97.09  | 56,507  | 0         | 0      | 17,547  | 21,482,688 | 97.09  | 74,054  | 137,002     | 18,046 |
| (주)골프존카운티 자산관리                   | 비상장   | 2011.05.12 | 경영참여 등 | 17,922  | 5,912,519  | 100.00 | 141,110 | 0         | 0      | -21,465 | 5,912,519  | 100.00 | 119,645 | 105,104     | 1,169  |
| (주)뉴딘콘텐츠                         | 비상장   | 2014.03.07 | 경영참여 등 | 5,150   | 232,125    | 100.00 | 0       | 0         | 0      | 0       | 232,125    | 100.00 | 0       | 3,460       | 1,401  |
| 리치먼드사모골프존 카운티                    | 비상장   | 2014.02.24 | 사업관련   | 30,000  | 0          | 10.00  | 5,193   | 0         | 0      | -38     | 0          | 10.00  | 5,155   | 80,629      | -380   |
| (주)골프존데카 (코넥스)                   | 상장    | 2018.04.23 | 경영참여 등 | 7,000   | 3,027,111  | 73.63  | 0       | 0         | 0      | 1,636   | 3,027,111  | 73.63  | 1,636   | 10,272      | 2,640  |
| (주)골프존조이마루                       | 비상장   | 2018.10.01 | 경영참여 등 | 100     | 1,000,000  | 100.00 | 128     | 0         | 0      | -128    | 1,000,000  | 100.00 | 0       | 689         | -203   |
| GOLFZON NEWDIN INTERNATIONAL INC | 비상장   | 2018.10.18 | 경영참여 등 | 11,882  | 146        | 100.00 | 0       | 5         | 543    | -543    | 151        | 100.00 | 0       | 3,417       | -992   |
| (주)골프존 (코스닥)                     | 상장    | 2015.03.01 | 인적분할   | 2,300   | 1,272,696  | 20.28  | 99,335  | 0         | 0      | 95,164  | 1,272,696  | 20.28  | 194,499 | 483,601     | 76,442 |
| (주)골프존카운티                        | 비상장   | 2018.01.02 | 인적분할   | 6,326   | 348,627    | 50.00  | 91,845  | 103,592   | 49,998 | 23,381  | 452,219    | 50.00  | 165,224 | 1,122,661   | 77,742 |
| 와이브레인                            | 비상장   | 2015.09.01 | 사업관련   | 4,000   | 259,797    | 7.52   | 204     | 0         | 0      | 1,705   | 259,797    | 6.43   | 1,909   | 6,590       | -2,397 |
| 대덕인베스트먼트(주)                      | 비상장   | 2011.05.20 | 사업관련   | 500     | 100,000    | 6.85   | 263     | 100,000   | -263   | 0       | 0          | -      | 0       | 4,153       | -523   |
| 합 계                              |       |            |        |         | 33,635,709 | -      | 394,585 | 3,597     | 50,278 | 117,259 | 33,639,306 | -      | 562,122 | -           | -      |

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

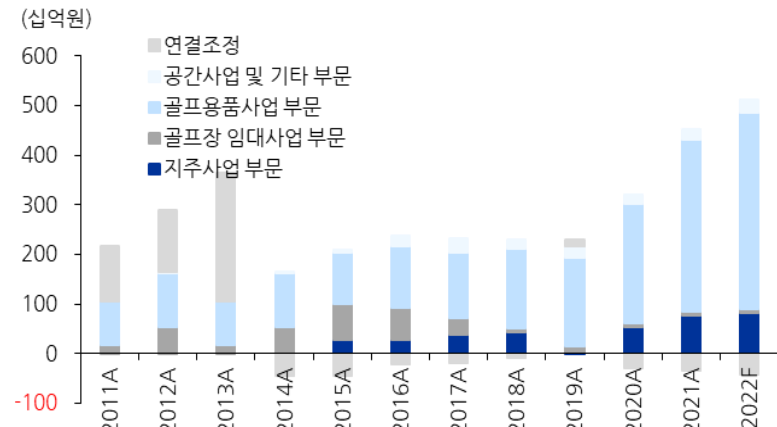
# 주요 지표

연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



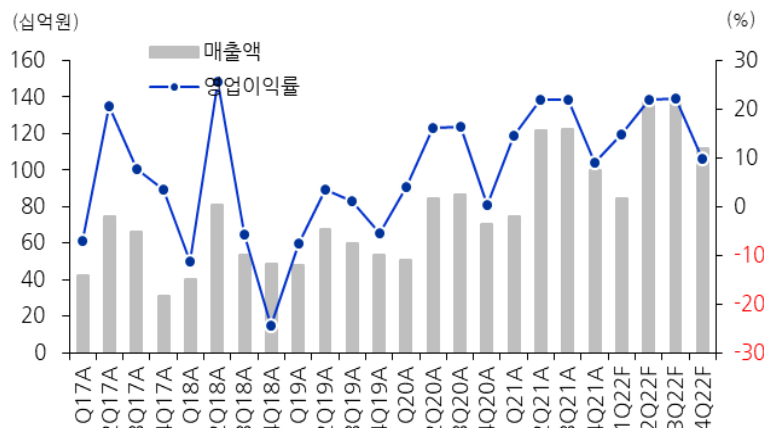
자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

연간 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



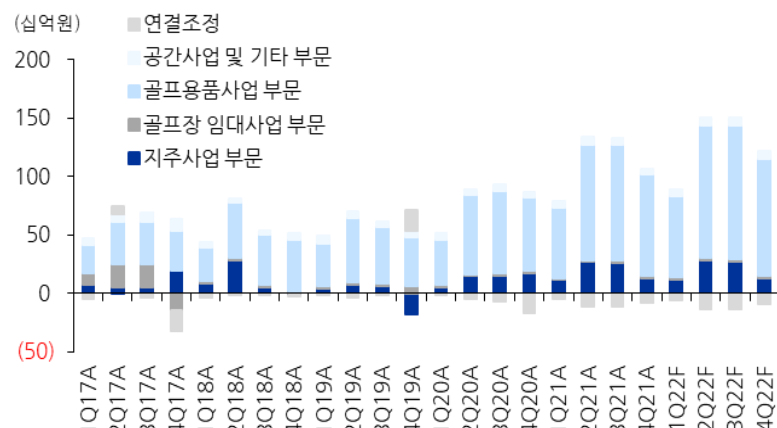
자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

분기별 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 골프존뉴딘홀딩스, 유진투자증권

# 골프존뉴딘홀딩스 (121440.KQ) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2020A        | 2021A        | 2022F          | 2023F          | 2024F          |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>자산총계</b>       | <b>795.8</b> | <b>939.4</b> | <b>1,011.8</b> | <b>1,089.9</b> | <b>1,174.2</b> |
| 유동자산              | 157.0        | 126.1        | 176.0          | 228.3          | 283.8          |
| 현금성자산             | 88.9         | 29.4         | 62.7           | 103.7          | 146.5          |
| 매출채권              | 11.5         | 18.4         | 23.6           | 26.6           | 29.9           |
| 재고자산              | 46.6         | 53.0         | 64.1           | 72.2           | 81.3           |
| 비유동자산             | 638.8        | 813.3        | 835.8          | 861.6          | 890.3          |
| 투자자산              | 557.0        | 730.5        | 760.2          | 791.1          | 823.2          |
| 유형자산              | 75.9         | 77.5         | 70.2           | 64.9           | 61.5           |
| 기타                | 5.9          | 5.3          | 5.5            | 5.6            | 5.6            |
| <b>부채총계</b>       | <b>326.3</b> | <b>338.1</b> | <b>350.8</b>   | <b>358.4</b>   | <b>366.8</b>   |
| 유동부채              | 83.5         | 206.2        | 217.1          | 222.8          | 229.1          |
| 매입채무              | 35.3         | 33.3         | 44.1           | 49.6           | 55.9           |
| 유동성이자부채           | 35.7         | 160.5        | 160.5          | 160.5          | 160.5          |
| 기타                | 12.6         | 12.4         | 12.5           | 12.6           | 12.7           |
| 비유동부채             | 242.8        | 131.9        | 133.7          | 135.7          | 137.7          |
| 비유동이자부채           | 203.7        | 82.8         | 82.8           | 82.8           | 82.8           |
| 기타                | 39.0         | 49.0         | 50.9           | 52.9           | 54.9           |
| <b>자본총계</b>       | <b>469.5</b> | <b>601.4</b> | <b>661.0</b>   | <b>731.5</b>   | <b>807.3</b>   |
| 자배지분              | 469.0        | 599.2        | 658.9          | 729.3          | 805.2          |
| 자본금               | 21.4         | 21.4         | 21.4           | 21.4           | 21.4           |
| 자본잉여금             | 282.8        | 282.8        | 282.8          | 282.8          | 282.8          |
| 이익잉여금             | 170.3        | 295.8        | 356.8          | 427.3          | 503.1          |
| 기타                | (5.5)        | (0.8)        | (2.1)          | (2.1)          | (2.1)          |
| 비자배지분             | 0.5          | 2.1          | 2.1            | 2.1            | 2.1            |
| <b>자본총계</b>       | <b>469.5</b> | <b>601.4</b> | <b>661.0</b>   | <b>731.5</b>   | <b>807.3</b>   |
| 총차입금              | 239.4        | 243.3        | 243.3          | 243.3          | 243.3          |
| 순차입금              | 150.4        | 213.9        | 180.6          | 139.6          | 96.9           |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원)     | 2020A         | 2021A         | 2022F          | 2023F          | 2024F          |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>25.6</b>   | <b>21.1</b>   | <b>(255.9)</b> | <b>(246.0)</b> | <b>(242.0)</b> |
| 당기순이익                 | 28.5          | 135.9         | 68.1           | 77.6           | 83.0           |
| 자산상각비                 | 17.5          | 17.0          | 17.3           | 16.2           | 15.4           |
| 기타비현금성손익              | (70.0)        | (341.0)       | (1,005.4)      | (1,004.0)      | (1,004.0)      |
| 운전자본증감                | 2.4           | (15.9)        | (5.7)          | (5.6)          | (6.3)          |
| 매출채권감소(증가)            | 0.8           | (6.0)         | (5.2)          | (3.0)          | (3.4)          |
| 재고자산감소(증가)            | 1.7           | (6.3)         | (11.1)         | (8.1)          | (9.1)          |
| 매입채무증가(감소)            | (1.5)         | (7.2)         | 10.7           | 5.6            | 6.3            |
| 기타                    | 1.3           | 3.7           | (0.1)          | (0.1)          | (0.1)          |
| <b>투자현금</b>           | <b>50.0</b>   | <b>(67.9)</b> | <b>295.1</b>   | <b>293.0</b>   | <b>290.8</b>   |
| 단기투자자산감소              | 32.6          | (12.4)        | (0.0)          | (0.0)          | (0.0)          |
| 장기투자증권감소              | 0.0           | (50.0)        | 320.2          | 319.6          | 319.0          |
| 설비투자                  | (3.9)         | (6.3)         | (7.1)          | (8.0)          | (9.0)          |
| 유형자산처분                | 0.0           | 0.1           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 무형자산처분                | (0.3)         | (0.9)         | (3.0)          | (3.0)          | (3.0)          |
| <b>재무현금</b>           | <b>(20.2)</b> | <b>(13.0)</b> | <b>(6.0)</b>   | <b>(6.0)</b>   | <b>(6.0)</b>   |
| 차입금증가                 | (17.0)        | (8.1)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 자본증가                  | (5.0)         | (5.0)         | (6.0)          | (6.0)          | (6.0)          |
| 배당금지급                 | (5.0)         | (5.0)         | 6.0            | 6.0            | 6.0            |
| <b>현금 증감</b>          | <b>55.3</b>   | <b>(59.6)</b> | <b>33.3</b>    | <b>41.0</b>    | <b>42.8</b>    |
| 기초현금                  | (33.5)        | (88.8)        | 29.2           | 62.5           | 103.5          |
| 기말현금                  | 88.8          | 29.2          | 62.5           | 103.5          | 146.2          |
| Gross Cash flow       | 32.3          | 54.9          | (250.1)        | (240.4)        | (235.7)        |
| Gross Investment      | (19.8)        | 71.3          | (289.4)        | (287.4)        | (284.4)        |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>52.1</b>   | <b>(16.4)</b> | <b>39.3</b>    | <b>47.0</b>    | <b>48.8</b>    |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2020A        | 2021A        | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>        | <b>292.0</b> | <b>417.7</b> | <b>470.1</b> | <b>529.5</b> | <b>596.9</b> |
| 증가율(%)            | 27.6         | 43.0         | 12.5         | 12.6         | 12.7         |
| 매출원가              | 175.9        | 242.0        | 274.7        | 309.7        | 352.7        |
| <b>매출총이익</b>      | <b>116.2</b> | <b>175.7</b> | <b>195.3</b> | <b>219.8</b> | <b>244.3</b> |
| 판매 및 일반관리비        | 86.2         | 102.5        | 111.4        | 122.3        | 131.7        |
| 기타영업손익            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>영업이익</b>       | <b>30.0</b>  | <b>73.2</b>  | <b>84.0</b>  | <b>97.5</b>  | <b>112.6</b> |
| 증가율(%)            | 흑전           | 144.0        | 14.7         | 16.1         | 15.4         |
| <b>EBITDA</b>     | <b>47.5</b>  | <b>90.2</b>  | <b>101.2</b> | <b>113.7</b> | <b>128.0</b> |
| 증가율(%)            | 178.0        | 90.0         | 12.3         | 12.3         | 12.6         |
| <b>영업외손익</b>      | <b>10.5</b>  | <b>78.7</b>  | <b>1.6</b>   | <b>0.0</b>   | <b>(8.0)</b> |
| 이자수익              | 0.7          | 0.7          | 0.4          | 0.5          | 0.5          |
| 이자비용              | 8.8          | 8.0          | 8.0          | 8.0          | 8.0          |
| 자본비용              | 8.8          | 83.7         | 334.9        | 334.9        | 334.9        |
| 기타영업외손익           | 9.7          | 2.2          | (325.8)      | (327.4)      | (335.4)      |
| <b>세전순이익</b>      | <b>40.5</b>  | <b>151.9</b> | <b>85.5</b>  | <b>97.6</b>  | <b>104.6</b> |
| 증가율(%)            | 흑전           | 275.0        | (43.7)       | 14.1         | 7.2          |
| 법인세비용             | 12.0         | 16.0         | 17.5         | 20.0         | 21.5         |
| <b>당기순이익</b>      | <b>28.5</b>  | <b>135.9</b> | <b>68.1</b>  | <b>77.6</b>  | <b>83.0</b>  |
| 증가율(%)            | 흑전           | 377.0        | (49.9)       | 13.9         | 7.1          |
| 지배주주지분            | 28.2         | 134.8        | 67.0         | 76.5         | 81.9         |
| 증가율(%)            | 흑전           | 378.3        | (50.3)       | 14.1         | 7.1          |
| 비지배지분             | 0.3          | 1.1          | 1.1          | 1.1          | 1.2          |
| <b>EPS(원)</b>     | <b>658</b>   | <b>3,146</b> | <b>1,564</b> | <b>1,785</b> | <b>1,911</b> |
| 증가율(%)            | 흑전           | 378.3        | (50.3)       | 14.1         | 7.1          |
| 수정EPS(원)          | 658          | 3,146        | 1,564        | 1,785        | 1,911        |
| 증가율(%)            | 흑전           | 378.3        | (50.3)       | 14.1         | 7.1          |

| 주요투자지표            | 2020A  | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>    |        |        |        |        |        |
| EPS               | 658    | 3,146  | 1,564  | 1,785  | 1,911  |
| BPS               | 10,948 | 13,988 | 15,381 | 17,026 | 18,797 |
| DPS               | 117    | 140    | 140    | 140    | 140    |
| <b>밸류에이션(배,%)</b> |        |        |        |        |        |
| PER               | 8.4    | 2.8    | 5.6    | 4.9    | 4.6    |
| PBR               | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| EV/ EBITDA        | 8.2    | 6.6    | 5.5    | 4.5    | 3.7    |
| 배당수익률             | 2.1    | 1.6    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| PCR               | 7.3    | 7.0    | n/a    | n/a    | n/a    |
| <b>수익성(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 영업이익률             | 10.3   | 17.5   | 17.9   | 18.4   | 18.9   |
| EBITDA이익률         | 16.3   | 21.6   | 21.5   | 21.5   | 21.4   |
| 순이익률              | 9.8    | 32.5   | 14.5   | 14.6   | 13.9   |
| ROE               | 6.2    | 25.2   | 10.7   | 11.0   | 10.7   |
| ROIC              | 4.7    | 14.9   | 14.6   | 16.5   | 18.4   |
| <b>안정성 (배,%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 순차입금/자기자본         | 32.0   | 35.6   | 27.3   | 19.1   | 12.0   |
| 유동비율              | 187.9  | 61.2   | 81.1   | 102.5  | 123.9  |
| 이자보상배율            | 3.4    | 9.2    | 10.5   | 12.2   | 14.1   |
| <b>활동성 (회)</b>    |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율            | 0.4    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| 매출채권회전율           | 25.5   | 28.0   | 22.4   | 21.1   | 21.1   |
| 재고자산회전율           | 6.1    | 8.4    | 8.0    | 7.8    | 7.8    |
| 매입채무회전율           | 9.1    | 12.2   | 12.2   | 11.3   | 11.3   |

# 남화산업 (111710)

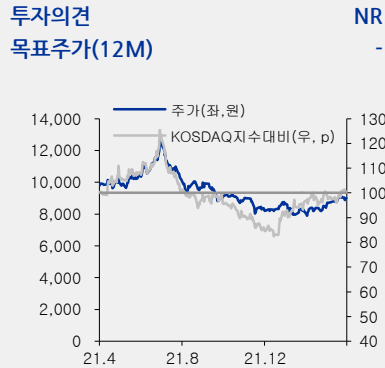
투자의견  
**NR**

목표주가  
-

| 주가상승     | 1M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|
| 상대기준(%)  | 1.2  | 5.3  | 0.8  |
| 절대기준(%)  | 7.3  | -1.4 | -8.1 |
|          | 현재   | 직전   | 변동   |
| 투자의견     | NR   | -    | -    |
| 목표주가(원)  | -    | -    | -    |
| 영업이익(22) | 15.0 | -    | -    |
| 영업이익(23) | 15.8 | -    | -    |

IT/5G 박종선\_02)368-6076\_joungsun.park@eugenefn.com

|                       |               |
|-----------------------|---------------|
| <b>현재주가(22.04.18)</b> | <b>8,980원</b> |
| 시가총액(십억원)             | 185           |
| 발행주식수(천주)             | 20,588        |
| 52주 최고가(원)            | 13,150        |
| 최저가(원)                | 7,530         |
| 52주 일간 Beta           | 1.17          |
| 90일 일평균거래대금(억원)       | 1.3           |
| 외국인 지분율(%)            | 0.1           |
| 배당수익률(2022F)(%)       | 2.2           |
| 주주구성(%)               |               |
| 남화토건 외 9인             | 83.1%         |
| 우리사주 외1인              | 3.0%          |



| 결산기(12월)      | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)      | 17.7  | 25.9  | 28.5  | 30.4  | 32.3  |
| 영업이익(십억원)     | 7.5   | 13.8  | 15.0  | 15.8  | 17.0  |
| 세전계속사업손익(십억원) | 8.4   | 17.5  | 18.2  | 18.9  | 20.4  |
| 당기순이익(십억원)    | 6.6   | 13.7  | 14.1  | 14.6  | 15.8  |
| EPS(원)        | 321   | 667   | 686   | 708   | 766   |
| 증감률(%)        | 114.6 | 107.8 | 2.8   | 3.2   | 8.2   |
| PER(배)        | 34.6  | 12.4  | 13.1  | 12.7  | 11.7  |
| ROE(%)        | 4.8   | 9.4   | 9.0   | 8.7   | 8.8   |
| PBR(배)        | 1.6   | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA(배)  | 23.3  | 8.5   | 8.3   | 7.5   | 6.5   |

2022.04.19

골프장운영

## 골프장 운영 전문업체로 높은 수익성 유지

### Investment Point

- **광주·전남권 최대 골프장 운영, 높은 수익성 보유:** 대중제 골프장 무안컨트리 클럽을 운영. 3개 코스 54홀을 보유하고 있으며 국내 세번째 규모. 수도권 대비 30~40%수준의 그린피, 동일 지역 내 가장 낮은 그린피(평일: 85,000, 주말/공휴일:125,000)에도 불구하고, 높은 수익성을 보이고 있음. 2018년 코스닥 상장 이후 3년간 지속 수익성이 개선(OPM: 2018년 27.8% → 2019년 37.0% → 2020년 42.1% → 2021년 53.4%)되었음.
- **KTX무안공항역 신설 및 골프텔 신사업 추진:** ① 무안국제공항에서 자동차로 10분거리에 위치해 있음. 올해 착공을 시작, 레지던트 호텔 설립을 통해 골프텔 운영으로 내장객 및 투숙객 증가 기대. ② KTX무안공항역 신설 예정으로 완공되면 서울에서 무안국제공항까지 1시간 50분 정도 소요될 것으로 예상. 중장기적으로 내장객 및 투숙객 확대에 긍정적일 것으로 예상함.
- **높은 배당성향 유지:** 지난 3년간 현금배당금은 각각 50원, 100원, 200원으로 배당성향은 각각 44.4%, 31.1%, 30.0%를 보임.

### 최근 실적 및 이슈

- **연내 레지던스 호텔 및 VIP 골프텔 신사업 추진:** 내장객 및 일반 투숙객 증가를 위한 레지던스 호텔, 빌라형 타운하우스, 코도미니엄 등의 건설을 위해 연내 착공 예정으로 관련 업무를 추진 중임.
- **2021년 실적 및 2022년 실적 전망:** 2021년 실적은 매출액 259억원, 영업이익 138억원으로 전년대비 각각 46.2%, 65.6% 증가함. 당사 추정 2022년 예상실적은 매출액 285억원, 영업이익 150억원으로 전년대비 각각 10.0%, 8.7% 증가하며 최대 실적을 경신할 것으로 예상함.

# 남화산업 실적 Table

남화산업 분기 실적 추이 및 전망(별도기준)

| (십억원,%)      | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20A | 4Q20A | 1Q21A | 2Q21A | 3Q21A | 4Q21A | 1Q22F | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 2.4   | 5.0   | 4.6   | 5.7   | 4.1   | 7.8   | 7.4   | 6.6   | 4.6   | 8.6   | 8.1   | 7.2   |
| 증가율(%yoy)    | 9.5   | 2.1   | 33.1  | 27.9  | 69.3  | 57.1  | 59.4  | 16.0  | 12.1  | 10.4  | 9.7   | 8.9   |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프입장         | 1.9   | 4.0   | 3.8   | 4.2   | 3.0   | 6.0   | 5.7   | 5.1   | 3.3   | 6.5   | 6.2   | 5.5   |
| 식음료          | 0.2   | 0.4   | 0.3   | 0.4   | 0.3   | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.5   | 0.5   | 0.4   |
| 대여           | 0.3   | 0.5   | 0.4   | 1.0   | 0.8   | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 1.5   | 1.4   | 1.2   |
| 숙박           | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프입장         | 77.3  | 80.7  | 81.5  | 74.1  | 73.2  | 76.1  | 77.5  | 77.3  | 71.2  | 75.2  | 76.4  | 76.0  |
| 식음료          | 10.2  | 8.5   | 7.5   | 6.7   | 7.2   | 6.4   | 5.7   | 5.9   | 6.9   | 6.2   | 5.7   | 5.9   |
| 대여           | 11.2  | 9.6   | 9.6   | 18.1  | 18.6  | 16.7  | 15.9  | 16.0  | 20.9  | 17.8  | 17.1  | 17.3  |
| 숙박           | 1.2   | 1.2   | 1.4   | 1.1   | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 1.0   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출총이익        | 2.4   | 5.0   | 4.6   | 5.7   | 4.1   | 7.8   | 7.4   | 6.6   | 4.6   | 8.6   | 8.1   | 7.2   |
| 판매관리비        | 2.0   | 2.9   | 2.7   | 2.7   | 2.2   | 3.5   | 2.8   | 3.6   | 2.7   | 3.8   | 3.4   | 3.7   |
| 영업이익         | 0.4   | 2.1   | 1.9   | 3.0   | 1.9   | 4.3   | 4.6   | 3.0   | 1.9   | 4.9   | 4.7   | 3.5   |
| 세전이익         | 0.3   | 3.0   | 2.3   | 2.8   | 2.4   | 6.3   | 6.1   | 2.7   | 2.4   | 6.1   | 5.6   | 4.1   |
| 당기순이익        | 0.3   | 2.4   | 1.8   | 2.1   | 1.9   | 5.1   | 4.8   | 1.9   | 1.9   | 4.7   | 4.3   | 3.2   |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 판매관리비율       | 83.6  | 57.6  | 58.3  | 47.0  | 53.4  | 44.5  | 37.8  | 54.8  | 58.1  | 43.5  | 42.3  | 51.2  |
| 영업이익율        | 16.4  | 42.4  | 41.7  | 53.0  | 46.6  | 55.5  | 62.2  | 45.2  | 41.9  | 56.5  | 57.7  | 48.8  |
| 세전이익율        | 12.7  | 59.9  | 50.4  | 48.5  | 58.2  | 80.6  | 82.4  | 41.1  | 52.2  | 70.4  | 69.5  | 57.3  |
| 당기순이익율       | 12.2  | 47.2  | 39.3  | 37.6  | 46.8  | 65.7  | 64.5  | 29.0  | 41.0  | 54.9  | 53.6  | 44.0  |

자료: 남화산업, 유진투자증권

# 남화산업 실적 Table

남화산업 연간 실적 추이 및 전망(별도기준)

| (십억원, %)     | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 12.9  | 14.2  | 13.4  | 15.0  | 17.7  | 25.9  | 28.5  |
| 증가율(%yoy)    | -7.3  | 10.1  | -5.4  | 11.6  | 18.0  | 46.2  | 10.1  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프입장         | 10.9  | 11.5  | 10.6  | 11.8  | 13.9  | 19.8  | 21.4  |
| 식음료          | 1.3   | 1.5   | 1.3   | 1.4   | 1.4   | 1.6   | 1.7   |
| 대여           | 0.5   | 1.0   | 1.3   | 1.5   | 2.2   | 4.3   | 5.1   |
| 숙박           | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프입장         | 84.5  | 81.0  | 78.8  | 78.9  | 78.3  | 76.4  | 75.1  |
| 식음료          | 10.3  | 10.5  | 9.9   | 9.7   | 7.9   | 6.2   | 6.1   |
| 대여           | 3.5   | 7.0   | 9.9   | 10.0  | 12.5  | 16.6  | 18.0  |
| 숙박           | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.5   | 1.2   | 0.9   | 0.8   |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출총이익        | 12.9  | 14.2  | 13.4  | 15.0  | 17.7  | 25.9  | 28.5  |
| 판매관리비        | 9.6   | 9.8   | 9.7   | 9.5   | 10.3  | 12.1  | 13.5  |
| 영업이익         | 3.3   | 4.4   | 3.7   | 5.5   | 7.5   | 13.8  | 15.0  |
| 세전이익         | 9.2   | 10.8  | 5.0   | 4.1   | 8.4   | 17.5  | 18.2  |
| 당기순이익        | 7.1   | 8.5   | 4.2   | 3.1   | 6.6   | 13.7  | 14.1  |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |
| 판매관리비율       | 74.4  | 69.2  | 72.2  | 63.0  | 57.9  | 46.6  | 47.4  |
| 영업이익율        | 25.6  | 30.8  | 27.8  | 37.0  | 42.1  | 53.4  | 52.6  |
| 세전이익율        | 71.0  | 76.0  | 37.0  | 27.4  | 47.3  | 67.5  | 63.9  |
| 당기순이익율       | 54.9  | 60.1  | 31.3  | 20.5  | 37.3  | 53.1  | 49.6  |

자료: 남화산업, 유진투자증권



# 남화산업 Peer Table

남화산업 Peer Group Valuation Table

|           | 남화산업  | 평균    | KMH   | 용평리조트 | 강원랜드   | 아난티   | 골프존     |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|
| 주가        | 8,980 |       | 8,400 | 5,330 | 27,250 | 9,060 | 167,100 |
| 시가총액(십억원) | 185   |       | 380.8 | 257   | 5,830  | 775.6 | 1,048.6 |
| PER       |       |       |       |       |        |       |         |
| FY20A     | 34.6  | 12.0  | 12.6  | -     | -      | -     | 11.4    |
| FY21A     | 12.4  | 24.6  | 9.4   | 27.2  | -      | 47.6  | 14.4    |
| FY22F     | 13.1  | 16.4  | -     | -     | 22.6   | -     | 10.3    |
| FY23F     | 12.7  | 14.9  | -     | 20.5  | 15.3   | -     | 8.8     |
| PBR       |       |       |       |       |        |       |         |
| FY20A     | 1.6   | 1.5   | 1.6   | 0.5   | 1.5    | 2.0   | 1.9     |
| FY21A     | 1.1   | 1.9   | 1.4   | 0.6   | 1.5    | 2.4   | 3.8     |
| FY22F     | 1.1   | 1.7   | -     | 0.7   | 1.6    | -     | 2.9     |
| FY23F     | 1.1   | 1.5   | -     | 0.7   | 1.5    | -     | 2.2     |
| 매출액(십억원)  |       |       |       |       |        |       |         |
| FY20A     | 17.7  |       | 276.7 | 127.4 | 478.6  | 114.1 | 298.5   |
| FY21A     | 25.9  |       | 289.0 | 236.3 | 788.4  | 219.8 | 440.3   |
| FY22F     | 28.5  |       | -     | 153.8 | 1,377  | -     | 526.7   |
| FY23F     | 30.4  |       | -     | 277.8 | 1,642  | -     | 567.6   |
| 영업이익(십억원) |       |       |       |       |        |       |         |
| FY20A     | 7.5   |       | 60.3  | -7.0  | -431.6 | -31.7 | 51.6    |
| FY21A     | 13.8  |       | 74.1  | 30.7  | -52.7  | 59.7  | 107.7   |
| FY22F     | 15.0  |       | -     | 6.6   | 327.1  | -     | 141.3   |
| FY23F     | 15.8  |       | -     | 30.5  | 495.8  | -     | 159.0   |
| 영업이익률(%)  |       |       |       |       |        |       |         |
| FY20A     | 42.1  | -16.9 | 21.8  | -5.5  | -90.2  | -27.8 | 17.3    |
| FY21A     | 53.4  | 16.7  | 25.7  | 13.0  | -6.7   | 27.2  | 24.5    |
| FY22F     | 52.6  | 18.3  | -     | 4.3   | 23.8   | -     | 26.8    |
| FY23F     | 52.0  | 23.1  | -     | 11.0  | 30.2   | -     | 28.0    |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권  
 주: 2022년 4월 18일 종가 기준

# 투자포인트 - 국내 세번째 규모 골프장

전국 3위 규모 골프장으로 코스닥 상장 1호 기업

## 골프의 대중화에 기여하다.

최재훈 대표이사는 골프 대중화를 위해 산악지형대비 공사비가 적게드는 평지 골프장 건설로 그린피를 낮춰 대중화에 한 발 다가섰습니다.

## 골프의 새로운 문화를 만들어가다.

골프 대중화를 이끈 남화산업은 소수의 스포츠로 여겨지던 기존 골프 문화를 넘어 새로운 골프 문화를 만들어 가고 있습니다.

54홀

전국 3위 규모의 골프장 기업  
2018년 11월 골프장 1호 코스닥 상장  
레지던스, 호텔 신축 추진

36홀

전남지역 대표  
퍼블릭골프장으로 성장

27홀

전국구 골프장으로 확대  
KLPGA 경기 등 확보

18홀

홀 증설을 통한  
골프 인구 확대 추구

9홀

국내 최초의 전남지역  
대중골프장 설립

“ 새로운 골프문화를 리드하는  
국내 최고 골프장 운영사 ”



자료: 남화산업, 유진투자증권

# 투자포인트 - 전국 탑클래스 수익률

안정적인 선순환 구조와 경쟁력으로 전국 탑클래스 투자 수익률

## 남화산업 재무구조와 경쟁력



### [ 지역 골프장 투자 수익률 ]



### 투자 수익률 상대비교

- 호남지역 최고의 투자 수익률
- 전국 골프장 중 12위
- 지역 골프장 대비 풍부한 유동자산 보유

자료 : GMI 컨설팅그룹 전략기획실 - 골프장 투자수익률

### ■ 남화산업 ■ G 경쟁사 ■ M 경쟁사



### 경쟁사 상대비교

- 규모 대비 적은 원가, 관리 비용으로 높은 순 이익률
- 매출액 대비 높은 영업 이익률
- 타 산업 군에 비해서 단순한 사업구조를 가지고 있지만, 경쟁사에 비해 주요 제품의 매출 비중이 낮은 편이다.

자료: 남화산업, 유진투자증권

# 투자포인트 - 경쟁사 대비 우위

광주, 전남 지역의 골프장 이용요금 중 가장 낮은 그린피 책정

광주 및 전남권 소재 골프장 대비 저렴한 이용 요금  
(카트 사용료 포함 요금)

| 골프장 명     | 시즌 정상 요금(천원) |        |
|-----------|--------------|--------|
|           | 평일           | 주말&공휴일 |
| 무안 CC     | 85           | 120    |
| 군산CC      | 88           | 132    |
| 무안클린밸리CC  | 85           | 120    |
| 보성 CC     | 105          | 150    |
| 푸른솔 GC    | 130          | 175    |
| 영광CC      | 125          | 165    |
| 담양 레이나CC  | 120          | 150    |
| 무등산CC     | 125          | 165    |
| 파인비치CC    | 140          | 210    |
| 함평 엘리체CC  | 105          | 130    |
| JNI 골프리조트 | 120          | 155    |
| 아크로CC     | 120          | 160    |
| ...       |              |        |
| 평균        | 112          | 152    |
| 최소        | 85           | 120    |
| 최대        | 160          | 210    |

사계절 내내 휴장기간이 없는 운영 환경



But!

당사는 바닷가에 위치한  
지리적 특성으로 내륙 산간지방에 있는  
골프장에 비해 동절기도 온난하기 때문에

휴장기간 없이 운영 가능

자료: 남화산업, 유진투자증권

# 투자포인트 - 정규 대회 개최 능력 보유

국내 KLPGA 등 각종 대회 개최를 통해 홍보 효과를 높이고, 양질의 코스 수준 유지

- KIGA 전남도지사배 전국학생대회 개최 (17년 연속)
- KIGA 그린배 전국학생대회 개최 (6년 연속)
- KIGA 한국C&T배 전국학생대회 개최 (9년 연속)
- KIGA 파맥스 빅야드배 전국학생대회 개최
- KIGA 매경 세인트나인배 전국학생대회 개최
- KIGA 용인대학교총장배 전국학생대회 개최

- KLPGA 드림투어 개최 (14년 연속)
- KLPGA 주관 정규투어시드전 개최 (14년 연속)
- KPGA 주관 카이도시리즈 전남오픈대외 개최

자료: 남화산업, 유진투자증권



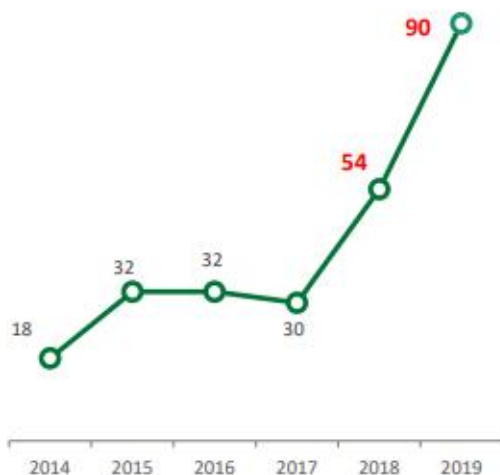
# 성장 모멘텀 - 무안국제공항 활성화

광주공항과 무안국제공항의 통합 협의로 무안국제공항 이용객 증가 전망

## 무안국제공항 활성화 추이

- 제주항공, 티웨이항공 등 국제 정기노선 신규 취항 확정
- 일본 및 동남아 8개 정기노선 주25회 운항 등으로 이용객 증가 지속

(단위 : 만명)



자료: 한국공항공사

자료: 남화산업, 유진투자증권

## 광주민간공항 무안국제공항으로 통합 협의

광주공항과의 통합으로  
이용객 **4배** 이상 증가 전망

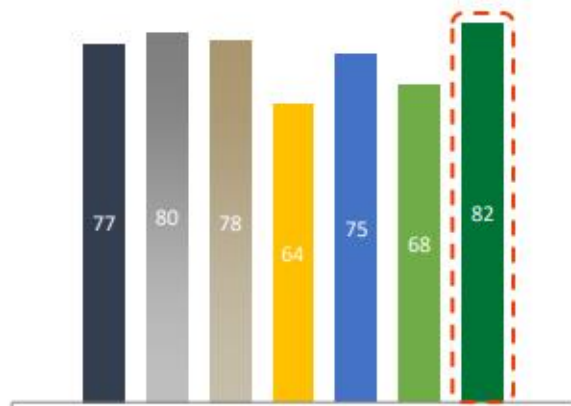


무안국제공항 활성화를 위한  
업무협약 체결

## 통합 후 무안공항 국내선 시나리오 별 전망

- 무안공항이 2020년 1월 지방공항 중 유일하게 탑승률 80%대 유지
- 항공 국가는 타이완, 말레이시아, 미국, 베트남, 일본, 중국, 캄보디아, 태국, 필리핀

■ 김포공항 ■ 대구공항 ■ 김해공항  
 ■ 양양공항 ■ 제주공항 ■ 청주공항 (단위 : %)  
 ■ 무안공항



2020년 1월 지방공항 탑승률

자료: 김연명(2016)'무안국제공항 활성화를 위한 광주 군공항 및 국내선 이전방안', 광주·전남연구원

KTX무안공항역 신설에 따른 교통 접근성 강화, 이용객 증가 기대

- 서남권 거점공항 육성을 위한 접근성 개선
- 지역균형발전을 위한 무안국제공항 연계철도망 구축
- 국가 철도망 구축계획과 연계하여 국가 신성장축 형성
- 타 지역 공항에 준하는 접근성 개선으로 이용객 편의 도모

2025년 기준 이용객  
연간 약 **272**만명 추정



- 고속철도 완공 후 서울~광주 구간 운행시간은 1시간 33분이 소요 전망  
(현재 소요시간보다 약 66분이 단축)
- 서울~목포간은 1시간 46분이 소요 전망  
(현재 소요 시간보다 약 79분이 단축)



서울 기준 60~70분 단축으로  
향후 관광객 유치 용이

## 골프 관광객 본격 증가 전망

자료: 전남발전연구원

● 2025년 개통

● 2020년 착공

2018년  
기본계획을 완료

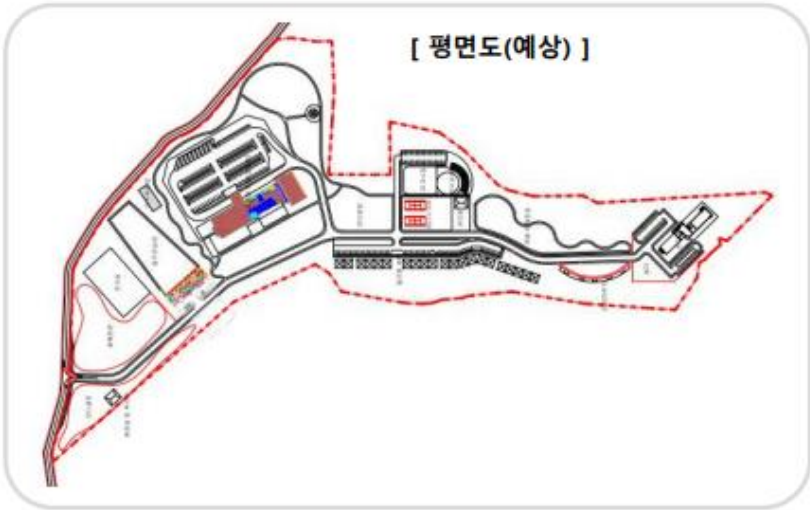
자료: 한국교통부

자료: 남화산업, 유진투자증권

# 성장 모멘텀 - 레지던스 호텔 신사업 추진

무안국제공항 약 10거리, 내장객 및 일반투숙객 증가 기대로 신사업 추진

## 레지던스 및 VIP 골프텔



자료: 남화산업, 유진투자증권



레지던스 호텔 및 VIP 골프텔

신사업 추진 계획

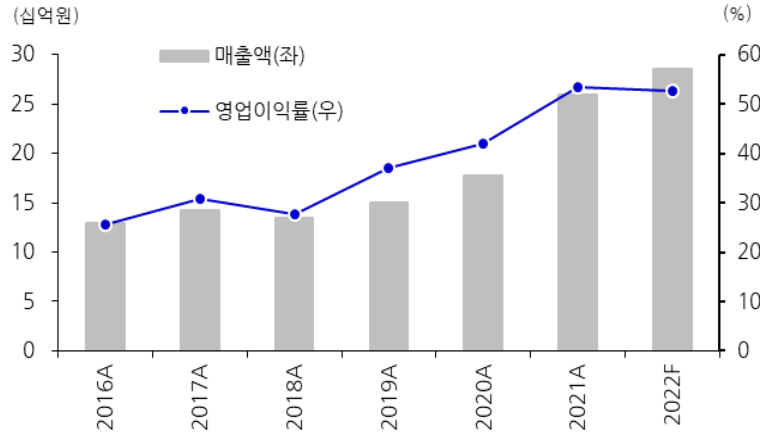
건설 개요

|                       |                                                                                                      |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 위치(예상)                | 전라남도 무안군 청계면 서호리 무안CC 동코스 옆                                                                          |
| 주택 종류/<br>세대수(예상)     | 레지던스 호텔 154실, 빌라형 타운하우스 24실,<br>콘도미니엄 42실 / 총 220실 규모                                                |
| 사업면적(예상)              | 143,092㎡                                                                                             |
| 공사기간(예상)              | 2022년 연내 착공                                                                                          |
| 내장객 및<br>투숙객<br>증대 방안 | 1. 공항 이용객의 편의제공을 위하여 공항 셔틀버스 운행 예정<br>2. 여행사와 여행패키지 상품 구성하여 운영<br>3. 공항 이용 고객을 대상으로 한 숙박 및 골프 패키지 할인 |



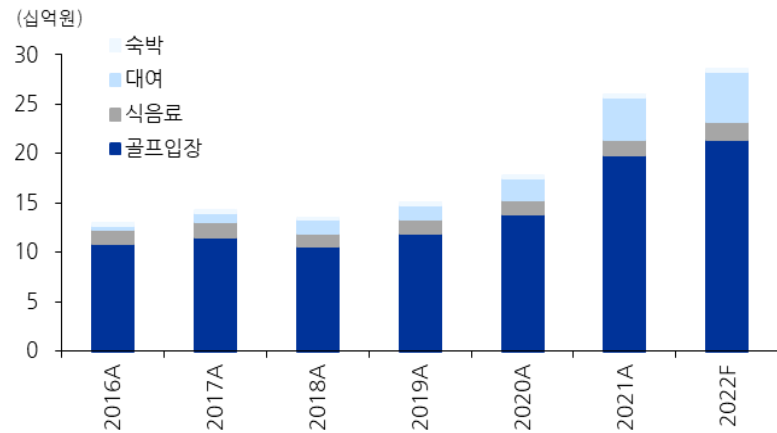
# 주요 지표

연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



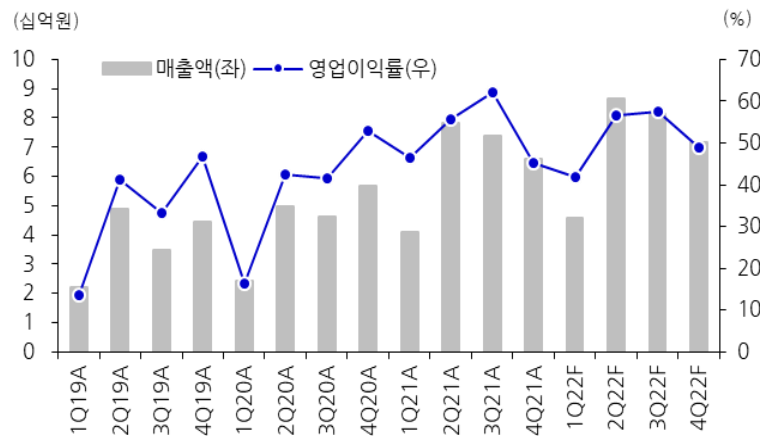
자료: 남화산업, 유진투자증권

연간 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



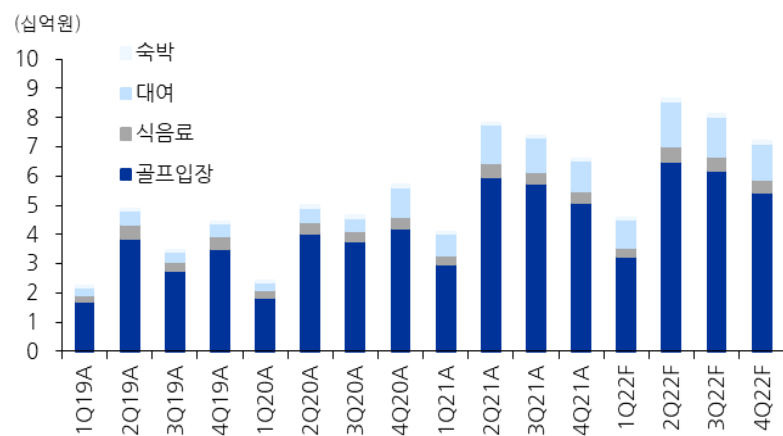
자료: 남화산업, 유진투자증권

분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 남화산업, 유진투자증권

분기별 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 남화산업, 유진투자증권

# 남화산업 (111710.KQ) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2020A        | 2021A        | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b>       | <b>153.2</b> | <b>167.0</b> | <b>177.4</b> | <b>188.4</b> | <b>200.6</b> |
| 유동자산              | 35.6         | 45.8         | 52.7         | 60.0         | 68.3         |
| 현금성자산             | 27.4         | 43.0         | 49.8         | 57.1         | 65.3         |
| 매출채권              | 0.0          | 0.2          | 0.2          | 0.3          | 0.3          |
| 재고자산              | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 비유동자산             | 117.6        | 121.2        | 124.6        | 128.4        | 132.3        |
| 투자자산              | 75.0         | 78.4         | 81.6         | 84.9         | 88.4         |
| 유형자산              | 42.6         | 42.7         | 43.0         | 43.4         | 43.9         |
| 기타                | 0.0          | (0.0)        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>부채총계</b>       | <b>12.8</b>  | <b>15.1</b>  | <b>15.5</b>  | <b>16.0</b>  | <b>16.6</b>  |
| 유동부채              | 2.4          | 4.4          | 4.3          | 4.4          | 4.5          |
| 매입채무              | 0.9          | 1.5          | 1.4          | 1.5          | 1.5          |
| 유동성이자부채           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타                | 1.5          | 2.9          | 2.9          | 3.0          | 3.0          |
| 비유동부채             | 10.4         | 10.7         | 11.1         | 11.6         | 12.1         |
| 비유동이자부채           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타                | 10.4         | 10.7         | 11.1         | 11.6         | 12.1         |
| <b>자본총계</b>       | <b>140.4</b> | <b>151.9</b> | <b>161.9</b> | <b>172.3</b> | <b>184.0</b> |
| 자배지분              | 140.4        | 151.9        | 161.9        | 172.3        | 184.0        |
| 자본금               | 4.1          | 4.1          | 4.1          | 4.1          | 4.1          |
| 자본잉여금             | 10.5         | 10.5         | 10.5         | 10.5         | 10.5         |
| 이익잉여금             | 125.6        | 137.3        | 147.3        | 157.8        | 169.4        |
| 기타                | 0.2          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 비자배지분             | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>자본총계</b>       | <b>140.4</b> | <b>151.9</b> | <b>161.9</b> | <b>172.3</b> | <b>184.0</b> |
| 총차입금              | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 순차입금              | (27.4)       | (43.0)       | (49.8)       | (57.1)       | (65.3)       |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원)     | 2020A        | 2021A         | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>8.4</b>   | <b>15.5</b>   | <b>15.6</b>  | <b>16.3</b>  | <b>17.6</b>  |
| 당기순이익                 | 6.6          | 13.7          | 14.1         | 14.6         | 15.8         |
| 자산상각비                 | 1.2          | 1.2           | 1.2          | 1.3          | 1.3          |
| 기타비현금성손익              | (1.1)        | (7.2)         | 0.4          | 0.5          | 0.5          |
| 운전자본증감                | 0.2          | 0.6           | (0.2)        | 0.1          | 0.1          |
| 매출채권감소(증가)            | 0.0          | (0.0)         | (0.1)        | (0.0)        | (0.0)        |
| 재고자산감소(증가)            | 0.0          | 0.0           | (0.0)        | (0.0)        | (0.0)        |
| 매입채무증가(감소)            | 0.0          | (0.0)         | (0.1)        | 0.1          | 0.1          |
| 기타                    | 0.2          | 0.6           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>투자현금</b>           | <b>(4.3)</b> | <b>(13.9)</b> | <b>5.4</b>   | <b>(5.9)</b> | <b>(6.2)</b> |
| 단기투자자산감소              | (6.0)        | (12.3)        | 10.1         | (0.9)        | (1.0)        |
| 장기투자증권감소              | 2.5          | 0.3           | (3.0)        | (3.1)        | (3.2)        |
| 설비투자                  | (0.6)        | (1.4)         | (1.5)        | (1.6)        | (1.8)        |
| 유형자산처분                | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 무형자산처분                | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무현금</b>           | <b>(1.0)</b> | <b>(2.1)</b>  | <b>(4.1)</b> | <b>(4.1)</b> | <b>(4.1)</b> |
| 차입금증가                 | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 자본증가                  | (1.0)        | (2.1)         | (4.1)        | (4.1)        | (4.1)        |
| 배당금지급                 | (1.0)        | (2.1)         | 4.1          | 4.1          | 4.1          |
| <b>현금 증감</b>          | <b>3.1</b>   | <b>(0.4)</b>  | <b>16.9</b>  | <b>6.3</b>   | <b>7.3</b>   |
| 기초현금                  | (7.3)        | (10.4)        | 10.0         | 26.9         | 33.2         |
| 기말현금                  | 10.4         | 10.0          | 26.9         | 33.2         | 40.5         |
| Gross Cash flow       | 8.5          | 14.7          | 15.8         | 16.3         | 17.5         |
| Gross Investment      | (1.9)        | 1.0           | 4.9          | 4.9          | 5.1          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>10.3</b>  | <b>13.7</b>   | <b>10.9</b>  | <b>11.4</b>  | <b>12.4</b>  |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2020A       | 2021A       | 2022F       | 2023F       | 2024F       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>매출액</b>        | <b>17.7</b> | <b>25.9</b> | <b>28.5</b> | <b>30.4</b> | <b>32.3</b> |
| 증가율(%)            | 18.0        | 46.2        | 10.1        | 6.7         | 6.4         |
| 매출원가              | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>매출총이익</b>      | <b>17.7</b> | <b>25.9</b> | <b>28.5</b> | <b>30.4</b> | <b>32.3</b> |
| 판매 및 일반관리비        | 10.3        | 12.1        | 13.5        | 14.6        | 15.3        |
| 기타영업손익            | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>영업이익</b>       | <b>7.5</b>  | <b>13.8</b> | <b>15.0</b> | <b>15.8</b> | <b>17.0</b> |
| 증가율(%)            | 34.4        | 85.6        | 8.4         | 5.6         | 7.7         |
| <b>EBITDA</b>     | <b>8.6</b>  | <b>15.1</b> | <b>16.2</b> | <b>17.1</b> | <b>18.3</b> |
| 증가율(%)            | 28.3        | 74.3        | 7.8         | 5.2         | 7.3         |
| <b>영업외손익</b>      | <b>0.9</b>  | <b>3.7</b>  | <b>3.2</b>  | <b>3.1</b>  | <b>3.4</b>  |
| 이자수익              | 0.4         | 0.6         | 0.7         | 0.9         | 0.9         |
| 이자비용              | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 지분법손익             | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 기타영업외손익           | 0.5         | 3.1         | 2.5         | 2.2         | 2.5         |
| <b>세전순이익</b>      | <b>8.4</b>  | <b>17.5</b> | <b>18.2</b> | <b>18.9</b> | <b>20.4</b> |
| 증가율(%)            | 103.7       | 108.5       | 4.2         | 3.8         | 8.0         |
| 법인세비용             | 1.8         | 3.7         | 4.1         | 4.4         | 4.7         |
| <b>당기순이익</b>      | <b>6.6</b>  | <b>13.7</b> | <b>14.1</b> | <b>14.6</b> | <b>15.8</b> |
| 증가율(%)            | 114.6       | 107.8       | 2.8         | 3.2         | 8.2         |
| 지배주주지분            | 6.6         | 13.7        | 14.1        | 14.6        | 15.8        |
| 증가율(%)            | 114.6       | 107.8       | 2.8         | 3.2         | 8.2         |
| 비지배지분             | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>EPS(원)</b>     | <b>321</b>  | <b>667</b>  | <b>686</b>  | <b>708</b>  | <b>766</b>  |
| 증가율(%)            | 114.6       | 107.8       | 2.8         | 3.2         | 8.2         |
| 수정EPS(원)          | 321         | 667         | 686         | 708         | 766         |
| 증가율(%)            | 114.6       | 107.8       | 2.8         | 3.2         | 8.2         |

| 주요투자지표             | 2020A   | 2021A   | 2022F   | 2023F   | 2024F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 321     | 667     | 686     | 708     | 766     |
| BPS                | 6,819   | 7,377   | 7,863   | 8,371   | 8,936   |
| DPS                | 100     | 200     | 200     | 200     | 200     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                | 34.6    | 12.4    | 13.1    | 12.7    | 11.7    |
| PBR                | 1.6     | 1.1     | 1.1     | 1.1     | 1.0     |
| EV/ EBITDA         | 23.3    | 8.5     | 8.3     | 7.5     | 6.5     |
| 배당수익률              | 0.9     | 2.4     | 2.2     | 2.2     | 2.2     |
| PCR                | 27.0    | 11.6    | 11.7    | 11.4    | 10.6    |
| <b>수익성(%)</b>      |         |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 42.1    | 53.4    | 52.6    | 52.0    | 52.7    |
| EBITDA이익률          | 48.8    | 58.2    | 57.0    | 56.2    | 56.6    |
| 순이익률               | 37.3    | 53.1    | 49.6    | 47.9    | 48.7    |
| ROE                | 4.8     | 9.4     | 9.0     | 8.7     | 8.8     |
| ROIC               | 13.5    | 27.5    | 32.3    | 33.8    | 36.3    |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (19.5)  | (28.3)  | (30.8)  | (33.1)  | (35.5)  |
| 유동비율               | 1,489.3 | 1,041.2 | 1,217.1 | 1,354.8 | 1,502.8 |
| 이자보상배율             | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.1     | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 매출채권회전율            | 335.7   | 265.1   | 143.1   | 123.5   | 124.5   |
| 재고자산회전율            | 822.1   | 1,390.9 | 1,518.4 | 1,540.2 | 1,553.0 |
| 매입채무회전율            | 22.3    | 22.0    | 19.9    | 21.4    | 21.6    |

# 까스텔바작

## (308100)

투자의견  
NR

목표주가  
-

| 주가상승    | 1M  | 6M    | 12M   |
|---------|-----|-------|-------|
| 상대기준(%) | 0.9 | -18.4 | -19.6 |
| 절대기준(%) | 7.0 | -25.0 | -28.4 |

|          | 현재  | 직전 | 변동 |
|----------|-----|----|----|
| 투자의견     | NR  | -  | -  |
| 목표주가(원)  | -   | -  | -  |
| 영업이익(22) | 6.9 | -  | -  |
| 영업이익(23) | 9.6 | -  | -  |

IT/5G 박종선\_02)368-6076\_joungsun.park@eugenefn.com

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 현재주가(22.04.18)  | 9,760원 |
| 시가총액(십억원)       | 64     |
| 발행주식수(천주)       | 6,597  |
| 52주 최고가(원)      | 17,350 |
| 최저가(원)          | 8,560  |
| 52주 일간 Beta     | 1.38   |
| 90일 일평균거래대금(억원) | 2.6    |
| 외국인 지분율(%)      | 0.8    |
| 배당수익률(2022F)(%) | -      |
| 주주구성(%)         |        |
| 패션그룹형지 외2인      | 67.9%  |
| 하나은행 외1인        | 6.6%   |



| 결산기(12월)      | 2020A  | 2021A   | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)      | 67.3   | 74.7    | 85.6  | 97.9  | 111.8 |
| 영업이익(십억원)     | 7.5    | (4.3)   | 6.9   | 9.6   | 11.9  |
| 세전계속사업손익(십억원) | 6.5    | (7.1)   | 6.5   | 9.2   | 11.3  |
| 당기순이익(십억원)    | 4.8    | (6.7)   | 4.9   | 6.9   | 8.5   |
| EPS(원)        | 727    | (1,020) | 741   | 1,041 | 1,287 |
| 증감률(%)        | (30.2) | 적전      | 흑전    | 40.4  | 23.7  |
| PER(배)        | 14.9   | -       | 13.2  | 9.4   | 7.6   |
| ROE(%)        | 6.1    | (8.9)   | 6.9   | 9.0   | 10.1  |
| PBR(배)        | 0.9    | 1.0     | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| EV/EBITDA(배)  | 6.2    | -       | 8.7   | 6.8   | 5.6   |

2022.04.19

의류

## 골프의류 중심에서 토탈 브랜드로 진화 중

### Investment Point

- 전략적인 유통채널 정비와 브랜드 가치 강화 추진: ① 2021년 6월 최준호 대표 취임 이후 비효율 점포 정리를 통해 160개 매장을 136개로(2022년 3월 기준) 축소하고, 상권을 강화함. ② 플래그십 매장을 오픈해 브랜드 가치 및 오프라인 유통 강화를 추진 예정. 까스텔바작 외에도 다양한 브랜드 확대 계획. MZ세대에게 주목 받고 있는 “블랙클로버” 국내 사업권을 획득. 골프 영역에서 유통 파워를 강화 예정임. ③ 온라인 전용 상품을 개발, 무신사와 같이 이커머스 플랫폼과의 협업도 강화하여 외부 채널 또한 확대 예정임. ④ 디자이너 김리을(김종원)과 콜라보레이션을 진행하여 프리미엄 라인을 보강함. SS시즌 한정판 남녀 골프 웨어를 상반기에 출시할 예정임.
- 유망 골프 브랜드 발굴을 위한 JV 설립: 지난 2월 무신사 파트너스와 함께 조인트벤처인 “M&C Works” 설립을 완료함. 이는 유망 골프 브랜드를 발굴하고 육성하기 위한 것임.
- 글로벌 시장 확장: 2018년에 중국 “100골프“, 대만 “King Bon” 등과 라이선스 계약을 체결. 리오프닝과 함께 동사는 로열티와 수출 수익 확보 가능함.

### 최근 실적 및 이슈

- 1분기에 유통채널 정비 효과 긍정적 : 160개 매장이 136개(3월 기준)으로 축소하고 상권을 강화하면서 1분기 매장 평균 매출은 약 34% 증가하였음.
- 2022년 실적 전망: 당사 추정 2022년 예상실적(연결기준)은 매출액 856억원, 영업이익 69억원으로 매출액은 14.7% 증가하고, 영업이익은 큰 폭으로 흑자전환 할 것으로 전망함.

# 까스텔바작 실적 Table

까스텔바작 분기 실적 추이 및 전망(연결기준)

| (십억원, %)     | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20A | 4Q20A | 1Q21A | 2Q21A | 3Q21A | 4Q21A | 1Q22F | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 11.5  | 20.3  | 15.2  | 20.3  | 12.7  | 20.0  | 13.8  | 28.1  | 14.1  | 22.2  | 16.4  | 32.9  |
| 증가율(%yoy)    | -58.4 | -25.3 | -8.2  | -5.0  | 9.7   | -1.7  | -9.8  | 27.9  | 9.9   | 10.0  | 15.4  | 14.5  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프의류         | 9.5   | 17.6  | 12.0  | 17.3  | 10.1  | 15.3  | 11.2  | 24.7  | 11.1  | 16.9  | 12.9  | 28.4  |
| 골프잡화         | 1.7   | 2.5   | 3.0   | 2.8   | 2.4   | 4.4   | 2.3   | 2.8   | 2.8   | 5.1   | 3.1   | 3.8   |
| 라이선스/기타      | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.4   | 0.7   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.8   |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프의류         | 82.6  | 86.4  | 78.7  | 85.4  | 79.3  | 76.8  | 80.8  | 87.6  | 78.6  | 76.0  | 78.6  | 86.1  |
| 골프잡화         | 15.2  | 12.4  | 19.8  | 13.6  | 19.2  | 22.1  | 16.3  | 9.9   | 19.8  | 22.8  | 18.6  | 11.4  |
| 라이선스/기타      | 2.1   | 1.2   | 1.4   | 1.0   | 1.5   | 1.2   | 2.8   | 2.5   | 1.5   | 1.2   | 2.7   | 2.4   |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가         | 4.6   | 7.3   | 5.8   | 8.6   | 5.0   | 8.2   | 5.9   | 20.2  | 5.5   | 8.7   | 6.6   | 16.9  |
| 매출총이익        | 6.9   | 13.1  | 9.3   | 11.7  | 7.7   | 11.8  | 8.0   | 8.0   | 8.6   | 13.5  | 9.7   | 16.0  |
| 판매관리비        | 7.3   | 9.2   | 7.1   | 9.8   | 7.2   | 10.8  | 8.3   | 13.5  | 7.7   | 11.0  | 8.4   | 14.0  |
| 영업이익         | -0.4  | 3.9   | 2.2   | 1.9   | 0.5   | 1.0   | -0.3  | -5.5  | 0.9   | 2.6   | 1.3   | 2.1   |
| 세전이익         | -0.4  | 4.1   | 2.2   | 0.7   | 0.5   | -0.8  | -0.5  | -6.3  | 0.8   | 2.4   | 1.3   | 2.0   |
| 당기순이익        | -0.3  | 3.2   | 1.8   | 0.2   | 0.5   | -1.3  | 0.2   | -6.2  | 0.6   | 1.8   | 1.0   | 1.5   |
| 지배주주 당기순이익   | -0.3  | 3.2   | 1.8   | 0.2   | 0.5   | -1.3  | 0.2   | -6.2  | 0.6   | 1.8   | 1.0   | 1.5   |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가율        | 39.8  | 35.7  | 38.5  | 42.4  | 39.4  | 40.9  | 42.5  | 71.6  | 39.2  | 39.1  | 40.5  | 51.3  |
| 매출총이익율       | 60.2  | 64.3  | 61.5  | 57.6  | 60.6  | 59.1  | 57.5  | 28.4  | 60.8  | 60.9  | 59.5  | 48.7  |
| 판매관리비율       | 64.1  | 45.1  | 47.0  | 48.4  | 56.9  | 54.0  | 59.8  | 48.0  | 54.5  | 49.5  | 51.3  | 42.4  |
| 영업이익율        | -3.9  | 19.2  | 14.5  | 9.2   | 3.7   | 5.2   | -2.3  | -19.6 | 6.3   | 11.5  | 8.2   | 6.3   |
| 세전이익율        | -3.7  | 20.1  | 14.2  | 3.3   | 4.1   | -4.1  | -3.4  | -22.3 | 6.0   | 10.9  | 7.8   | 6.0   |
| 당기순이익율       | -3.0  | 15.6  | 11.8  | 0.9   | 4.2   | -6.3  | 1.4   | -22.0 | 4.5   | 8.2   | 5.9   | 4.5   |
| 지배주주 당기순이익율  | -3.0  | 15.6  | 11.8  | 0.9   | 4.2   | -6.3  | 1.4   | -22.0 | 4.5   | 8.2   | 5.9   | 4.5   |

자료: 까스텔바작, 유진투자증권

# 까스텔바작 실적 Table

까스텔바작 연간 실적 추이 및 전망(연결기준)

| (십억원, %)     | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 33.6  | 84.2  | 92.3  | 81.4  | 67.3  | 74.7  | 85.6  |
| 증가율(% yoy)   |       | 150.3 | 9.7   | -11.9 | -17.3 | 11.0  | 14.7  |
| 제품별 매출액(십억원) |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프의류         |       | 72.8  | 77.9  | 68.2  | 56.3  | 61.3  | 69.2  |
| 골프잡화         |       | 9.2   | 12.8  | 11.9  | 10.0  | 11.9  | 14.7  |
| 라이선스/기타      |       | 2.1   | 1.6   | 1.3   | 0.9   | 1.5   | 1.7   |
| 제품별 비중(%)    |       |       |       |       |       |       |       |
| 골프의류         |       | 86.5  | 84.4  | 83.8  | 83.7  | 82.0  | 80.8  |
| 골프잡화         |       | 11.0  | 13.8  | 14.6  | 14.9  | 15.9  | 17.2  |
| 라이선스/기타      |       | 2.5   | 1.8   | 1.6   | 1.4   | 2.0   | 2.0   |
| 수익           |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가         | 10.1  | 27.5  | 34.0  | 31.2  | 26.3  | 39.2  | 37.7  |
| 매출총이익        | 23.5  | 56.6  | 58.3  | 50.1  | 41.0  | 35.5  | 47.9  |
| 판매관리비        | 18.4  | 44.6  | 43.7  | 41.1  | 33.5  | 39.8  | 41.0  |
| 영업이익         | 5.1   | 12.0  | 14.6  | 9.0   | 7.5   | -4.3  | 6.9   |
| 세전이익         | -1.4  | 8.5   | 14.6  | 8.8   | 6.5   | -7.1  | 6.5   |
| 당기순이익        | -1.6  | 6.4   | 11.2  | 6.9   | 4.8   | -6.7  | 4.9   |
| 지배주주 당기순이익   | -1.6  | 6.4   | 11.2  | 6.9   | 4.8   | -6.7  | 4.9   |
| 이익률(%)       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출원가율        | 30.1  | 32.7  | 36.9  | 38.4  | 39.1  | 52.5  | 44.1  |
| 매출총이익율       | 69.9  | 67.3  | 63.1  | 61.6  | 60.9  | 47.5  | 55.9  |
| 판매관리비율       | 54.6  | 53.0  | 47.4  | 50.5  | 49.7  | 53.3  | 47.9  |
| 영업이익율        | 15.3  | 14.3  | 15.8  | 11.1  | 11.2  | -5.8  | 8.0   |
| 세전이익율        | -4.2  | 10.1  | 15.8  | 10.8  | 9.6   | -9.5  | 7.6   |
| 당기순이익율       | -4.9  | 7.6   | 12.1  | 8.4   | 7.1   | -9.0  | 5.7   |
| 지배주주 당기순이익율  | -4.9  | 7.6   | 12.1  | 8.4   | 7.1   | -0.4  | 1.9   |

자료: 까스텔바작, 유진투자증권

# 까스텔바작 Peer Table

까스텔바작 Peer Group Valuation Table

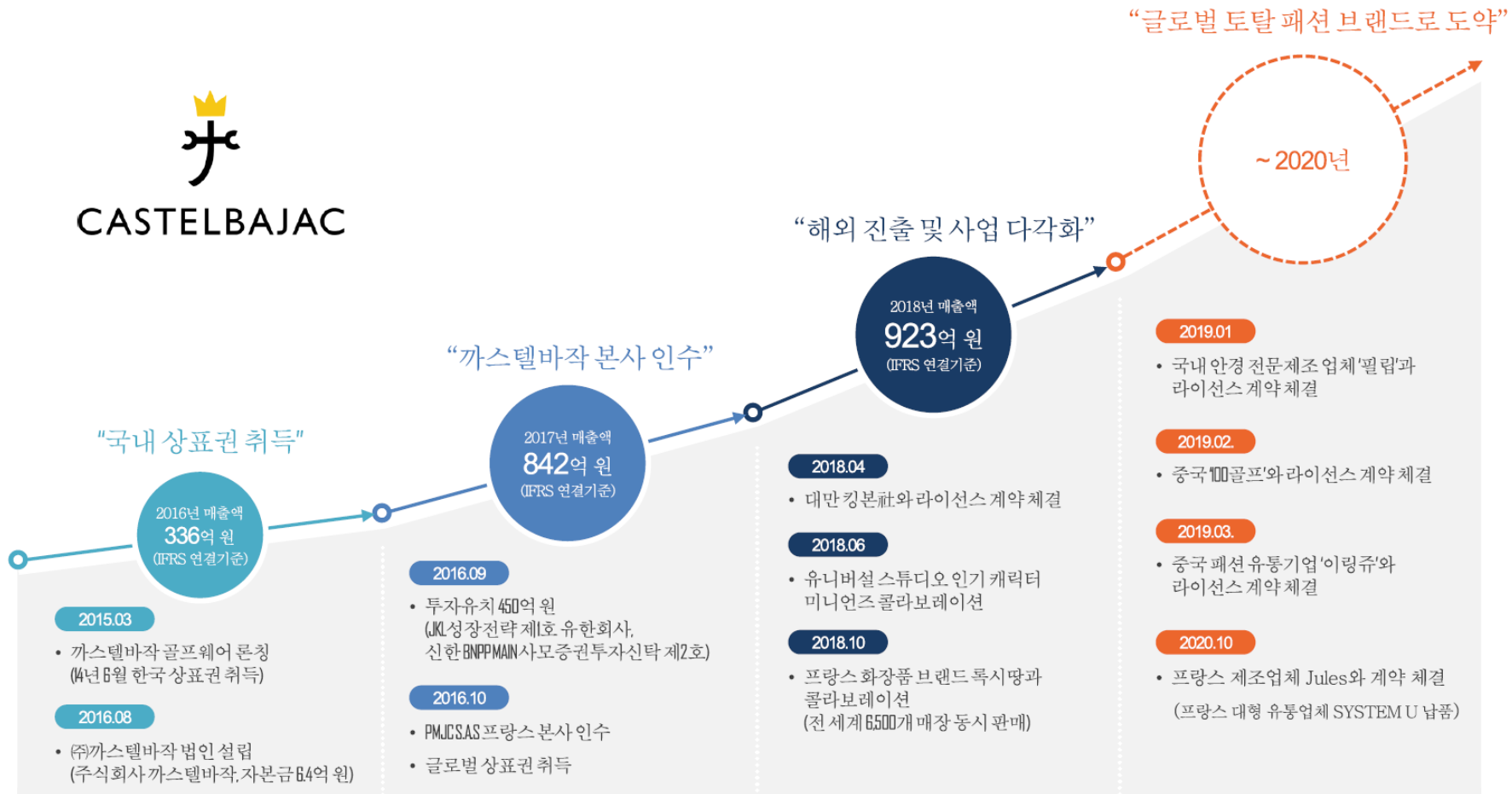
|           | 까스텔바작 | 평균   | 크리스에프앤씨 | 힐라홀딩스  | 코오롱인더  | LF     | F&F     |
|-----------|-------|------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 주가        | 9,760 |      | 43,200  | 35,400 | 59,300 | 18,650 | 152,000 |
| 시가총액(십억원) | 64    |      | 506.1   | 2,151  | 1,632  | 545.3  | 5,822.7 |
| PER       |       |      |         |        |        |        |         |
| FY20A     | 14.9  | 14.5 | 7.9     | 19.1   | 6.0    | 24.8   | -       |
| FY21A     | -     | 10.6 | 7.6     | 9.3    | 11.2   | 4.3    | 20.8    |
| FY22F     | 13.2  | 9.3  | 5.9     | 8.0    | 8.6    | -      | 14.6    |
| FY23F     | 9.4   | 7.9  | 5.3     | 7.2    | 7.2    | -      | 12.0    |
| PBR       |       |      |         |        |        |        |         |
| FY20A     | 0.9   | 1.0  | 1.2     | 2.0    | 0.6    | 0.3    | -       |
| FY21A     | 1.0   | 3.5  | 1.6     | 1.3    | 0.9    | 0.4    | 13.2    |
| FY22F     | 0.9   | 2.4  | 1.3     | 1.2    | 0.7    | -      | 6.5     |
| FY23F     | 0.8   | 1.8  | 1.0     | 1.0    | 0.7    | -      | 4.4     |
| 매출액(십억원)  |       |      |         |        |        |        |         |
| FY20A     | 67.3  |      | 292.4   | 3,129  | 3,970  | 1,610  | -       |
| FY21A     | 74.7  |      | 375.9   | 3,794  | 4,662  | 1,793  | 1,089   |
| FY22F     | 85.6  |      | 442.9   | 3,903  | 5,061  | -      | 1,884   |
| FY23F     | 97.9  |      | 495.7   | 4,064  | 5,376  | -      | 2,239   |
| 영업이익(십억원) |       |      |         |        |        |        |         |
| FY20A     | 7.5   |      | 49.8    | 341.1  | 163.2  | 77.1   | -       |
| FY21A     | -4.3  |      | 87.1    | 492.9  | 252.7  | 158.9  | 322.7   |
| FY22F     | 6.9   |      | 112.3   | 513.6  | 287.7  | -      | 549.1   |
| FY23F     | 9.6   |      | 125.2   | 556.4  | 337.6  | -      | 664.6   |
| 영업이익률(%)  |       |      |         |        |        |        |         |
| FY20A     | 11.2  | 9.2  | 17.0    | 10.9   | 4.1    | 4.8    | -       |
| FY21A     | -5.8  | 16.0 | 23.2    | 13.0   | 5.4    | 8.9    | 29.6    |
| FY22F     | 8.0   | 18.3 | 25.3    | 13.2   | 5.7    | -      | 29.2    |
| FY23F     | 9.8   | 18.7 | 25.3    | 13.7   | 6.3    | -      | 29.7    |

자료: WiseFn 컨센서스, 유진투자증권

주: 2022년 4월 18일 종가 기준

# 회사 소개 - 글로벌 상표권 취득

까스텔바작의 글로벌 상표권 취득, 글로벌 토탈 브랜드로 도약 중



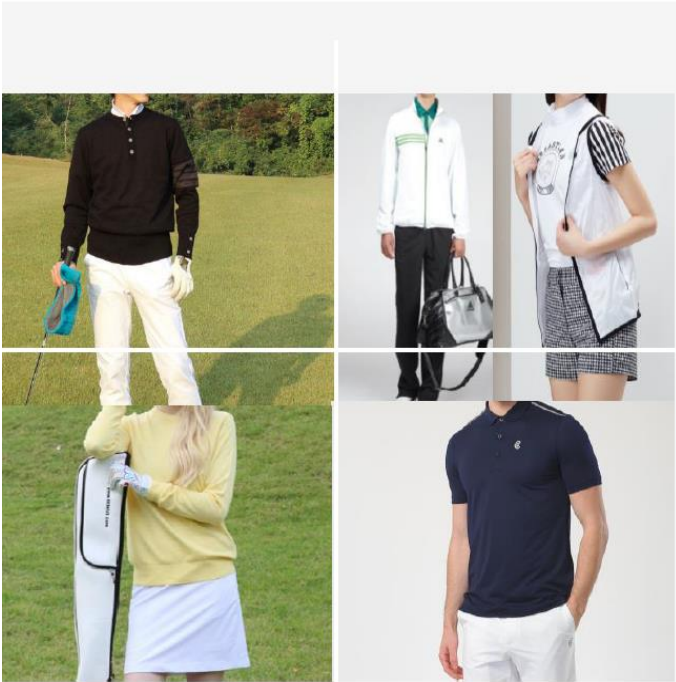
자료: 까스텔바작, 유진투자증권



# 투자포인트 - 골프웨어, 골프용품 사업

프랑스 감성의 차별화된 ART & 패션 골프웨어, 골프용품 사업

기능성, 블랙 & 화이트 위주 골프웨어



VS

## 패션과 ART 기반 신시장 개척



론칭

2015년 SS

컨셉

풍부하고 비비드한 컬러, 유럽 감성의 핸드드러진 아트웍  
30~40대 젊은 골퍼 대상 ART 골프웨어



자료: 카스텔바작, 유진투자증권

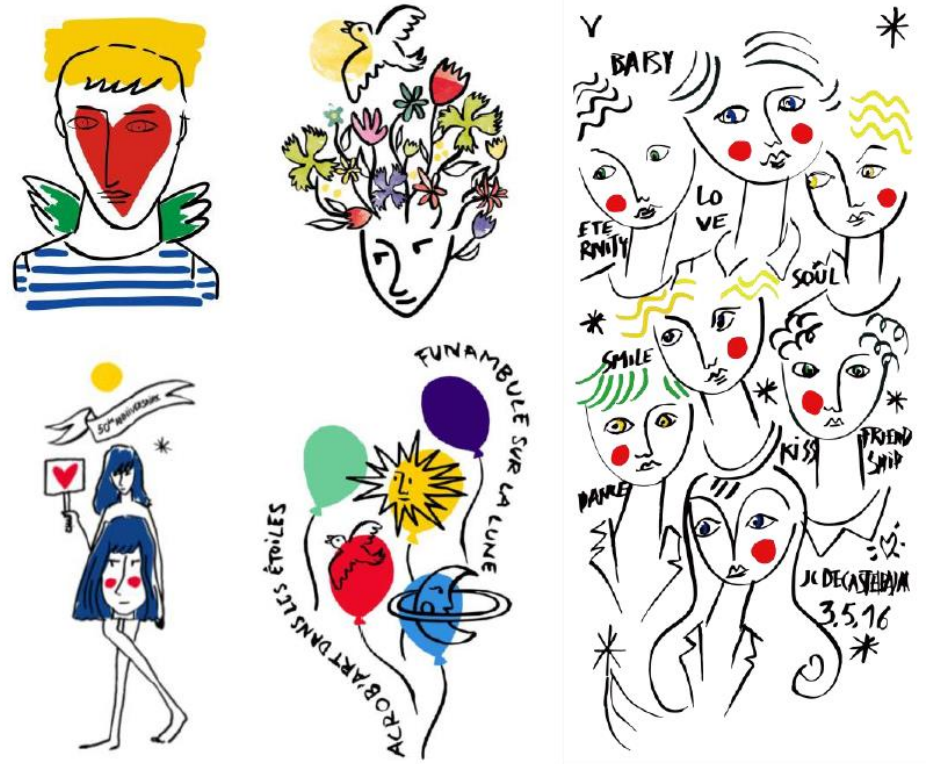
# 투자포인트 - 독창적인 디자인

한국 외, 파리 디자인 스튜디오 운영으로 매 시즌 독창적인 디자인 적용

## PMJC 파리 디자인 스튜디오

### 독창적인 Artwork

- 장 샤를 드 까스텔바작이 오픈 및 운영한 오리지널 디자인 스튜디오
- 유럽 패션 시장 정보 수집 및 까스텔바작 브랜드의 시즌 아트웍 기획, 제작
- 글로벌 브랜드와 콜라보레이션 협의 및 전개



자료: 까스텔바작, 유진투자증권

# 성장 모멘텀 - 유통채널 정비와 브랜드 가치 강화

## 전략적인 유통채널 정비와 브랜드 가치 강화

### 전략적인 유통망 재정비

오프라인에서는 선택과 집중을 통해 가맹점 효율성을 강화

- 2021년 6월 최준호 대표가 취임한 이래 160여개의 매장에서 136개 (2022년 3월 기준)로 비효율 점포를 축소
- 각 개별 가맹점의 상권을 강화
- 2022년 1분기 매장의 평균 매출은 약 34%, 상위 매출 점포는 44%까지 증가함.

주요 상권에는 신규 점포를 개설해 브랜드 가치 강화

- 청담사거리 등 전략적 요충지에 플래그십 매장을 오픈해 브랜드 가치 및 오프라인 유통 강화
  - 본사 직영으로 운영되는 플래그십 매장에는 까스텔바작 외에도 골프 마니아들이 주목할 만한 국·내외 다양한 브랜드 제품을 엄선
  - 점점 높아져 가고 있는 골퍼들의 눈높이를 맞춰 나갈 계획
- 네잎클로버 로고와 트렌디한 감성으로 MZ 세대에게 주목 받고 있는 '블랙클로버'의 국내 사업권을 획득한 상태
  - 까스텔바작은 블랙클로버코리아와 함께 다양한 채널을 활용해 '블랙클로버'의 용품과 의류의 시장 점유를 높여 골프 영역에서 유통 파워를 강화해 나간다는 방침

온라인에서는 온라인 전용 상품을 개발

- 오프라인과 차별화 된 세일즈를 하고, 패밀리 세일·멤버십 강화로 충성 고객 확보에 집중
- 무신사와 같이 이미 온라인에서 충성도 높은 고객을 확보한 이커머스 플랫폼과의 협업도 더욱 강화해 외부 채널 또한 확대

### 브랜드 가치 강화

디자이너 김리을(김종원)과 콜라보레이션을 진행해 프리미엄 라인을 보강

- 한복을 21세기 현대적 슈트로 재해석하며 패션계에 큰 바람을 일으키고 있는 디자이너
- 까스텔바작과 김리을 디자이너는 SS 시즌 한정판으로 제작한 남녀 골프웨어를 올 상반기 중 론칭할 예정
- 한복 소재와 다양한 소품 그리고 과감한 컬러 매치 등 김리을 디자이너만의 개성이 까스텔바작의 아트웍크가 결합
- 기존 골프웨어와 차별화된 디자인과 감성을 표현하겠다는 포부.
- 김리을 디자이너는 BTS와 김연경 선수에 이어 최근 20대 대통령선거 MBC 개표 방송에서 선보인 대선 주자들의 정장까지 디자인

골프산업 발전을 위한 선수 후원과 다양한 지원 활동 또한 강화

- 까스텔바작은 안소현 선수와 후원 계약을 체결한 데에 이어, 정지유 선수와도 계약
- 두 선수는 의류 후원은 물론, 브랜드의 선수 모델로서 2022년 S/S 제품 화보에도 참여함
- KPGA 코리안투어 현대해상 최경주 인비테이셔널에서 우승을 차지한 팀 까스텔바작 함정우 선수
- 또한 KLPGA 공식 스폰서로서 전국 레슨 프로들을 지원하는 '까스텔바작 파트너프로' 프로그램을 운영

# 성장 모멘텀 - 유통채널 정비와 브랜드 가치 강화

## 조인트벤처 'M&C Works'의 설립

- 지난 2월 까스텔바작은 무신사 파트너스와 함께 유망 골프 브랜드를 발굴하고 육성을 목적으로 하는 조인트벤처 'M&C Works'의 설립 완료
- 까스텔바작이 오랜 기간 패션 및 골프웨어에서 쌓은 생산, 제조 노하우와 이미 확보된 가두점을 필두로 한 136여 개의 오프라인 유통망의 지원
- '커버넌트', '앤더슨벨'로 증명된 무신사 파트너스의 멘토링 파워와 막강한 온라인 패션 플랫폼인 무신사와의 적극적인 협업도 가능
- 까스텔바작은 M&C Works에서의 활동 외에도 이미 팬덤을 확보한 브랜드를 대상으로 제휴나 협업, 지분 인수 등을 통해 사업을 다각화 시켜 나갈 계획

## 유망 골프 브랜드 발굴 위한 조인트벤처 설립



자료: 까스텔바작, 유진투자증권

# 성장 모멘텀 - 글로벌 사업 확장

글로벌 주요 파트너사와 수출 라이선스 계약을 통해 해외 진출

## 골프

|    |                                                                                                                                                                               |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 대만 | <p><b>킹본(Kingbon): '18.3 ~</b><br/> <u>유명 글로벌 브랜드 수입 및 운영 업체</u><br/>                     피에르가르덴 캐주얼, 피에르 발망, 키본(Kybun) 등<br/>                     라이선스 및 수입 브랜드 다수 전개</p>    |
| 중국 | <p><b>100골프(Beijing Shire Trading): '19.2 ~</b><br/> <u>중국 최대 골프용품 온라인 판매 1위 업체</u><br/>                     RYDERCUP, PGA투어, 타이틀리스트 등<br/>                     골프 브랜드 전개</p> |

## 캐주얼/리빙

|     |                                                                                                                                                                                                                  |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 중국  | <p><b>이링쥬(Shanghai YLJ Fashion): '19.2 ~</b><br/> <u>중국 B2C 온라인 '패션' 부문 최고 운영 사업자(티몰)</u><br/>                     다양한 카테고리의 11개 해외 브랜드 온라인 독점 사업<br/>                     21년도 본격 론칭전 왕홍 통한 라이브커머스 개시 (하반기)</p> |
| 프랑스 | <p><b>시스템유(System U)/줄스(Jules) '20~ MOU 체결</b><br/> <u>프랑스 Top 5 대형 유통 및 서비스 그룹</u></p> <div> <p>시스템II 프랑스 전역 1,600여 개 유통 보유</p> <p>줄스 벨기에 소재 타올 및 침구류 제조 기업</p> </div>                                          |



## PMJC와의 디자인 공동개발 및 콜라보레이션 해외 시장 대응

PMJC 유럽 내 활발한 IP 계약 진행 및 브랜드 가치 축적

\*장기적인 브랜드 수익 창출 위해 본격적인 세계 시장 진출로 신성장 시장 공략

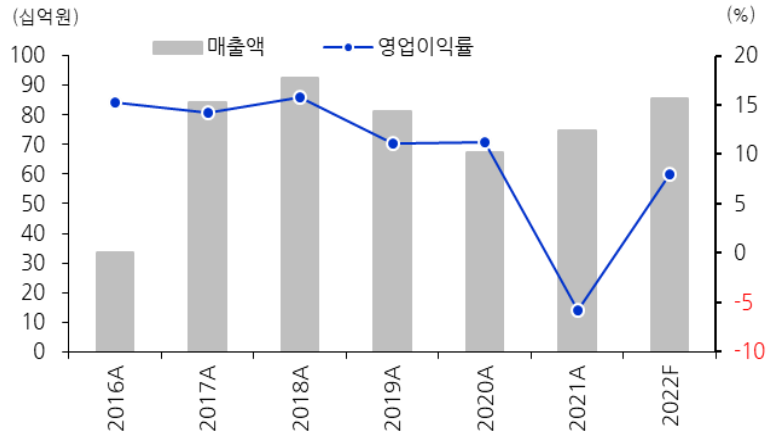
중국(키즈), 미국(캐주얼/골프웨어) 시장 진출 협의 중

자료: 카스텔바작, 유진투자증권



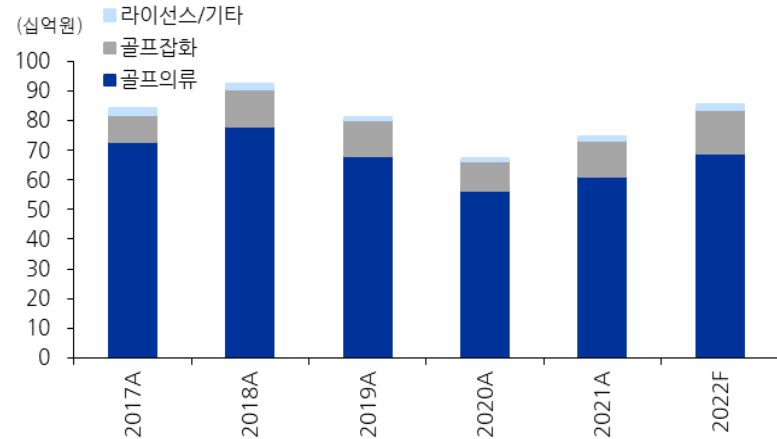
# 주요 지표

연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



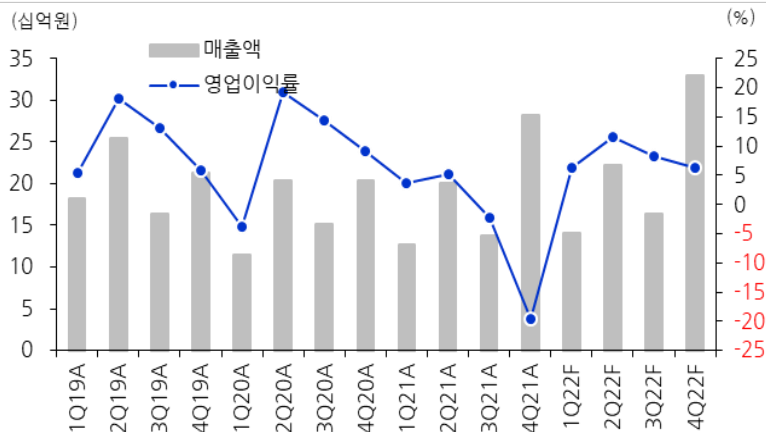
자료: 카스텔바작, 유진투자증권

연간 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



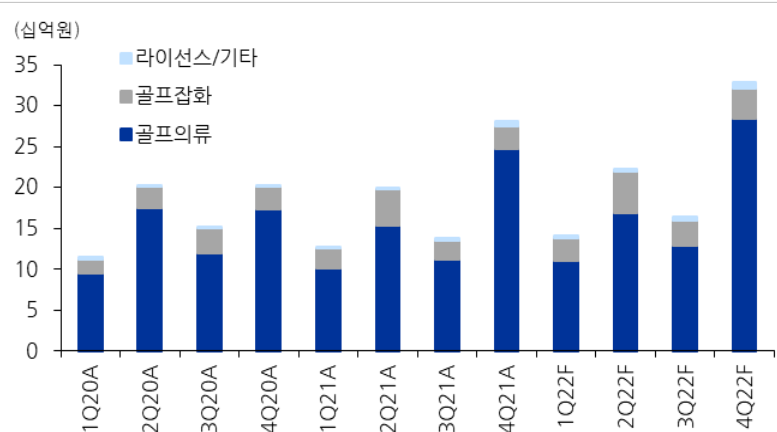
자료: 카스텔바작, 유진투자증권

분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 카스텔바작, 유진투자증권

분기별 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 카스텔바작, 유진투자증권

# 가스텔바작 (308100.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2020A        | 2021A        | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b> | <b>103.7</b> | <b>116.1</b> | <b>122.5</b> | <b>131.1</b> | <b>141.5</b> |
| 유동자산        | 70.3         | 70.9         | 77.5         | 85.7         | 95.3         |
| 현금성자산       | 23.0         | 27.5         | 22.5         | 23.7         | 25.4         |
| 매출채권        | 11.3         | 13.8         | 15.8         | 17.9         | 20.2         |
| 재고자산        | 35.3         | 28.6         | 38.2         | 43.1         | 48.7         |
| 비유동자산       | 33.4         | 45.1         | 45.0         | 45.4         | 46.2         |
| 투자자산        | 17.3         | 30.1         | 31.4         | 32.6         | 34.0         |
| 유형자산        | 3.0          | 5.3          | 3.9          | 3.1          | 2.6          |
| 기타          | 13.1         | 9.7          | 9.7          | 9.7          | 9.6          |
| <b>부채총계</b> | <b>22.2</b>  | <b>46.1</b>  | <b>50.0</b>  | <b>51.7</b>  | <b>53.6</b>  |
| 유동부채        | 10.1         | 32.4         | 36.2         | 37.9         | 39.8         |
| 매입채무        | 6.4          | 9.0          | 12.8         | 14.5         | 16.3         |
| 유동성이자부채     | 1.7          | 21.7         | 21.7         | 21.7         | 21.7         |
| 기타          | 1.9          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.8          |
| 비유동부채       | 12.1         | 13.7         | 13.8         | 13.8         | 13.8         |
| 비유동이자부채     | 10.3         | 12.7         | 12.7         | 12.7         | 12.7         |
| 기타          | 1.9          | 1.1          | 1.1          | 1.1          | 1.2          |
| <b>자본총계</b> | <b>81.5</b>  | <b>70.0</b>  | <b>72.5</b>  | <b>79.4</b>  | <b>87.9</b>  |
| 자배지분        | 81.5         | 70.0         | 72.5         | 79.4         | 87.9         |
| 자본금         | 3.3          | 3.3          | 3.3          | 3.3          | 3.3          |
| 자본잉여금       | 50.9         | 50.9         | 50.9         | 50.9         | 50.9         |
| 이익잉여금       | 27.2         | 18.4         | 23.3         | 30.1         | 38.6         |
| 기타          | (0.0)        | (2.6)        | (5.0)        | (5.0)        | (5.0)        |
| 비지배지분       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>자본총계</b> | <b>81.5</b>  | <b>70.0</b>  | <b>72.5</b>  | <b>79.4</b>  | <b>87.9</b>  |
| 총차입금        | 12.0         | 34.3         | 34.3         | 34.3         | 34.3         |
| 순차입금        | (11.1)       | 6.9          | 11.8         | 10.7         | 8.9          |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2020A        | 2021A         | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>0.2</b>   | <b>0.5</b>    | <b>(3.2)</b> | <b>3.0</b>   | <b>3.7</b>   |
| 당기순이익                 | 4.8          | (6.7)         | 4.9          | 6.9          | 8.5          |
| 자산상각비                 | 2.2          | 1.6           | 1.9          | 1.4          | 1.2          |
| 기타비현금성손익              | 2.6          | 4.6           | (2.3)        | 0.0          | 0.0          |
| 운전자본증감                | (7.9)        | 2.9           | (7.7)        | (5.3)        | (6.0)        |
| 매출채권감소(증가)            | (3.1)        | (3.3)         | (2.0)        | (2.1)        | (2.3)        |
| 재고자산감소(증가)            | 1.8          | 6.5           | (9.5)        | (5.0)        | (5.5)        |
| 매입채무증가(감소)            | 0.4          | 1.1           | 3.8          | 1.7          | 1.9          |
| 기타                    | (7.1)        | (1.4)         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>투자현금</b>           | <b>(4.2)</b> | <b>(18.5)</b> | <b>(2.1)</b> | <b>(2.2)</b> | <b>(2.4)</b> |
| 단기투자자산감소              | 4.7          | (2.0)         | (0.4)        | (0.4)        | (0.4)        |
| 장기투자증권감소              | (4.9)        | (0.7)         | (0.3)        | (0.3)        | (0.3)        |
| 설비투자                  | (0.6)        | (0.4)         | (0.5)        | (0.6)        | (0.7)        |
| 유형자산처분                | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 무형자산처분                | 0.0          | (0.0)         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무현금</b>           | <b>9.1</b>   | <b>16.3</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| 차입금증가                 | 9.1          | 18.8          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 자본증가                  | 0.0          | (2.5)         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 배당금지급                 | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>현금 증감</b>          | <b>5.0</b>   | <b>(1.6)</b>  | <b>(5.3)</b> | <b>0.8</b>   | <b>1.3</b>   |
| 기초현금                  | (15.1)       | (20.2)        | 18.6         | 13.2         | 14.0         |
| 기말현금                  | 20.2         | 18.6          | 13.2         | 14.0         | 15.4         |
| Gross Cash flow       | 9.8          | (0.4)         | 4.5          | 8.3          | 9.7          |
| Gross Investment      | 16.8         | 13.6          | 9.4          | 7.2          | 8.0          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>(7.0)</b> | <b>(13.9)</b> | <b>(5.0)</b> | <b>1.2</b>   | <b>1.7</b>   |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2020A        | 2021A          | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|---------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>67.3</b>  | <b>74.7</b>    | <b>85.6</b>  | <b>97.9</b>  | <b>111.8</b> |
| 증가율(%)        | (17.3)       | 11.0           | 14.7         | 14.4         | 14.2         |
| 매출원가          | 26.3         | 39.2           | 37.7         | 42.3         | 48.2         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>41.0</b>  | <b>35.5</b>    | <b>47.9</b>  | <b>55.7</b>  | <b>63.6</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 33.5         | 39.8           | 41.0         | 46.0         | 51.6         |
| 기타영업손익        | 0.0          | 0.0            | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>영업이익</b>   | <b>7.5</b>   | <b>(4.3)</b>   | <b>6.9</b>   | <b>9.6</b>   | <b>11.9</b>  |
| 증가율(%)        | (16.5)       | 적전             | 흑전           | 40.4         | 23.7         |
| <b>EBITDA</b> | <b>9.7</b>   | <b>(2.7)</b>   | <b>8.7</b>   | <b>11.1</b>  | <b>13.1</b>  |
| 증가율(%)        | (12.1)       | 적전             | 흑전           | 26.7         | 18.2         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(1.0)</b> | <b>(2.7)</b>   | <b>(0.3)</b> | <b>(0.5)</b> | <b>(0.6)</b> |
| 이자수익          | 0.3          | 0.4            | 0.4          | 0.6          | 0.7          |
| 이자비용          | 0.2          | 1.4            | 2.1          | 2.1          | 2.1          |
| 자본법손익         | 0.0          | 0.0            | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익       | (1.1)        | (1.8)          | 1.3          | 1.0          | 0.8          |
| <b>세전순이익</b>  | <b>6.5</b>   | <b>(7.1)</b>   | <b>6.5</b>   | <b>9.2</b>   | <b>11.3</b>  |
| 증가율(%)        | (26.2)       | 적전             | 흑전           | 40.4         | 23.7         |
| 법인세비용         | 1.7          | (0.3)          | 1.6          | 2.3          | 2.8          |
| <b>당기순이익</b>  | <b>4.8</b>   | <b>(6.7)</b>   | <b>4.9</b>   | <b>6.9</b>   | <b>8.5</b>   |
| 증가율(%)        | (30.2)       | 적전             | 흑전           | 40.4         | 23.7         |
| 지배주주지분        | 4.8          | (6.7)          | 4.9          | 6.9          | 8.5          |
| 증가율(%)        | (30.2)       | 적전             | 흑전           | 40.4         | 23.7         |
| 비지배지분         | 0.0          | 0.0            | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>EPS(원)</b> | <b>727</b>   | <b>(1,020)</b> | <b>741</b>   | <b>1,041</b> | <b>1,287</b> |
| 증가율(%)        | (30.2)       | 적전             | 흑전           | 40.4         | 23.7         |
| 수정EPS(원)      | 727          | (1,020)        | 741          | 1,041        | 1,287        |
| 증가율(%)        | (30.2)       | 적전             | 흑전           | 40.4         | 23.7         |

## 주요투자지표

|                    | 2020A  | 2021A   | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|--------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |         |        |        |        |
| EPS                | 727    | (1,020) | 741    | 1,041  | 1,287  |
| BPS                | 12,351 | 10,610  | 10,998 | 12,039 | 13,326 |
| DPS                | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |         |        |        |        |
| PER                | 14.9   | n/a     | 13.2   | 9.4    | 7.6    |
| PBR                | 0.9    | 1.0     | 0.9    | 0.8    | 0.7    |
| EV/EBITDA          | 6.2    | n/a     | 8.7    | 6.8    | 5.6    |
| 배당수익률              | 0.0    | 0.0     | n/a    | n/a    | n/a    |
| PCR                | 7.3    | n/a     | 14.4   | 7.7    | 6.6    |
| <b>수익성(%)</b>      |        |         |        |        |        |
| 영업이익률              | 11.2   | (5.8)   | 8.0    | 9.8    | 10.7   |
| EBITDA이익률          | 14.4   | (3.6)   | 10.2   | 11.3   | 11.7   |
| 순이익률               | 7.1    | (9.0)   | 5.7    | 7.0    | 7.6    |
| ROE                | 6.1    | (8.9)   | 6.9    | 9.0    | 10.1   |
| ROIC               | 9.2    | (4.7)   | 7.0    | 9.1    | 10.4   |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |        |         |        |        |        |
| 순차입금/자기자본          | (13.6) | 9.8     | 16.3   | 13.4   | 10.2   |
| 유동비율               | 698.2  | 219.2   | 214.2  | 226.3  | 239.7  |
| 이자보상배율             | 30.9   | (3.2)   | 3.2    | 4.5    | 5.6    |
| <b>활동성 (회)</b>     |        |         |        |        |        |
| 총자산회전율             | 0.7    | 0.7     | 0.7    | 0.8    | 0.8    |
| 매출채권회전율            | 6.3    | 6.0     | 5.8    | 5.8    | 5.9    |
| 재고자산회전율            | 1.9    | 2.3     | 2.6    | 2.4    | 2.4    |
| 매입채무회전율            | 9.4    | 9.7     | 7.9    | 7.2    | 7.3    |

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작용으로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

| 종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월<br>(추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) |                            | 당사 투자의견 비율 (%) |
|------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------|
| · STRONG BUY(매수)                                           | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%             |
| · BUY(매수)                                                  | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 97%            |
| · HOLD(중립)                                                 | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3%             |
| · REDUCE(매도)                                               | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%             |

(2022.03.31기준)

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |         |              |        |        | 골프존(215000.KQ) 주가 및 목표주가 추이<br>담당 애널리스트: 박종선 |
|-------------------------|------|---------|--------------|--------|--------|----------------------------------------------|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원)  | 목표가격<br>대상시점 | 과리율(%) |        |                                              |
|                         |      |         |              | 평균     | 최고(최저) |                                              |
|                         |      |         |              | 주가대비   | 주가대비   |                                              |
| 2022-04-19              | Buy  | 210,000 | 1년           |        |        |                                              |

