

2020년 10월 29일 | Equity Research

골프존뉴딘홀딩스(121440)



3Q20 탑픽 Preview #11: 골프장, 스크린골프, 골프용품! 전 사업부가 모두 호조

투자의견 BUY, 목표주가 9,470원 유지

골프존뉴딘홀딩스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 9,470원을 유지한다. 그 근거는 최근 코로나19로 인한 골프 산업의 호황으로 보유 골프장들과 자회사인 골프존의 성장성이 가속화되어 로열티 매출이 증가하고 있으며 골프 용품 사업부의 매출 성장이 전년 대비 큰 폭으로 증가하기 때문이다. 향후에도 ① 추가 인수를 통한 보유 골프장 증가(지난 10월 한화그룹 소유의 골든베이GC의 우선협상대상자 선정) ② 골프장 사업 호조로 인한 홀당 평가금액 상승을 통해 기업 가치가 높아질 가능성이 상존하기 때문에 주가 상승 여력은 여전히 풍부한 상황으로 판단된다.

3Q20 Preview: 골프 시장은 여전히 호황

2020년 3분기 예상 실적은 매출액 874억원(+45.9%, YoY)과 영업이익 142억원(+1,962%, YoY)으로 추정한다. 골프존카운티와 골프존으로부터 브랜드 로열티 및 지분법 이익을 수취하는 지주 사업부는 골프장 및 스크린골프 이용률의 증가로 3분기 호실적이 기대된다. 2020년 골프장과 스크린골프 이용객 수는 전년대비 각각 20%, 46% 증가하였다. 여기에 골프장의 그린피 상승과 골프존의 라운드 및 신규 가맹점 수 증가 효과가 더해지며 분기 최대 실적을 달성할 전망이다. 골프용품 사업부 또한 매출과 연관성이 높은 필드골프 사업이 3분기 성수기라는 점과 신규 골퍼의 유입이 증가하였다는 점으로 인해 장비 구입량이 증가할 것으로 판단된다. 이에 골프용품 사업부의 3분기 매출액은 전년대비 39.7% 증가한 667억원을 기록할 것으로 예상된다.

비수기임에도 불구하고 실적 호조가 확실시되는 4분기

2020년 매출액과 영업이익은 각각 2,985억원(+30.4%, YoY)과 388억원(흑자전환, YoY)으로 전망한다. 코로나19로 나라별 입국 제한조치가 지속됨에 따라 연간 215만명으로 추산되던 기존 해외 골프 활동 인구의 국내 유입이 이어지고 있다. 이에 비수기로 여겨지던 4분기에도 국내 골프장의 예약률이 높은 상황이다. 이용 시간대의 축소로 성수기 대비 매출은 하락할 것으로 보이나 평년보다 높은 이용객 수로 인해 4분기 또한 흑자전환에 성공하며 2020년 실적 상승에 기여할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 9,470원 | CP(10월28일): 6,610원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	806.20
52주 최고/최저(원)	6,660/1,725
시가총액(십억원)	283.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	42,836.8
60일 평균 거래량(천주)	297.2 48.2
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
20년 배당금(예상, 원)	117
20년 배당수익률(예상, %)	2.03
외국인지분율(%)	2.42
주요주주 지분율(%)	
김원일 외 23 인	55.01
KB자산운용	12.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.4 95.6 74.4
상대	30.0 56.4 41.1

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	299.2	329.5
영업이익(십억원)	39.9	45.2
순이익(십억원)	25.4	30.3
EPS(원)	591	703
BPS(원)	10,978	11,565

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	223.0	228.9	298.5	329.5	352.9
영업이익	십억원	1.1	(3.6)	38.9	45.2	49.0
세전이익	십억원	9.7	(31.5)	31.2	38.2	42.4
순이익	십억원	(7.1)	(32.2)	25.3	30.1	33.7
EPS	원	(166)	(751)	590	702	786
증감율	%	적지	적지	흑전	18.98	11.97
PER	배	(22.20)	(4.72)	11.20	9.42	8.41
PBR	배	0.32	0.34	0.60	0.57	0.54
EV/EBITDA	배	26.22	20.08	7.51	6.59	5.91
ROE	%	(1.45)	(6.89)	5.51	6.24	6.62
BPS	원	11,349	10,511	10,992	11,577	12,246
DPS	원	117	117	117	117	117



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3124
suji@hanafn.com

Valuation

골프장 지분가치를 고려하여
목표주가 9,470원 산출

①최소한 15년은 이어갈 수 있는 골프 비즈니스 : 골프의 대중화, 비교적 장기적인 비즈니스 행태의 골프장 사업 등을 고려했을 시 골프장 운영사업은 최소한 15년간 지속 가능한 사업으로 판단되며 PER 15배 적용의 근거이다. 2021년 예상 EPS 702원에 PER 15배 적용 시 목표주가는 10,500원으로 산정된다.

②PBR 1배의 근거는 활발한 골프장 매매 : 골프의 대중화로 인해 골프장의 영업이익이 증가하고 이로 인해 골프장 매매가 활발히 이루어지고 있다. 동사가 보유하고 있는 모든 골프장을 매각했을 때의 가치를 의미하는 청산가치는 PBR 1배에 상응하는 가치이다. 2021년 BPS는 11,579원으로 추정된다.

③다른 영업용 자산 고려하지 않고 골프장만 고려한다면 : 동사의 다른 영업용 자산은 가치에 고려하지 않고(보수적인 접근으로, 골프장 이외의 영업용 자산들은 고려하지 않음) 골프장 가치와 순부채만을 고려했을 시 동사의 가치는 약 4,068억원으로 판단되며 주당 가치는 9,470원으로 추정된다. 지분 100% 보유 골프장은 4개(총 72홀)이며, 지분 50% 보유 골프장은 국내 7개(총 162홀), 일본 3개(총 54홀)로 해외 골프장은 가치에서 배제하고 국내 골프장의 홀당 가격을 37.7억원으로 산정하였을 때 골프장 지분 가치는 5,768억원이며 순부채는 약 1,700억원으로 추정된다.

위 3가지 Valuation 평가 방법 중 가장 보수적인 접근인 3번 방법을 목표주가의 근거로 제시한다.

표 3. 골프존뉴딘홀딩스 Valuation

(단위: 십억원)

① PER Valuation					
		Valuation Method			
21F EPS(원)	702	골프의 대중화, 비교적 장기적인 비즈니스 행태의 골프장 사업 등을 고려했을 때 골프장 운영사업은 최소 15년 간 지속 가능한 사업으로 판단			
21F PER(배)	15				
목표주가(원)	10,500				
② PBR Valuation					
		Valuation Method			
21F PBR (배)	1	활발한 골프장 매매로 인해 동사가 보유한 모든 골프장을 매각했을 때 가치를 의미하는 청산가치는 PBR 1배에 상응한다고 판단			
21F BPS (원)	11,579				
③ 자산가치평가					
		개	홀	평가액	Valuation Method
골프장 지분 가치	지분 100% 보유 골프장	4	72	271.4	국내 골프장 평균 인수가액을 통해 홀 당 가치는 보수적으로 37.7억원 산정 국내 골프장 인수가액을 통해 홀 당 가치를 산정했으므로 해외 골프장은 가치산정에서 배제
	지분 50% 보유 골프장	7	162	305.4	
	해외 골프장	3	54	203.6	
총 지분가치				576.8	국내 골프장 지분가치 합산
순부채				170.0	2020년 반기 기준
총 기업가치				406.8	
발행주식수(천주)				42,836	
목표주가(원)				9,470	최종 목표주가로 채택

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 하나금융투자

표 2. 골프존뉴딘홀딩스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	48.0	67.6	59.9	53.5	51.0	84.3	87.4	75.9	228.9	298.5	329.5
YoY	18.9%	-16.3%	12.3%	9.9%	6.2%	24.7%	45.9%	41.9%	2.6%	30.4%	10.1%
지주사업	4.7	8.1	6.9	(17.5)	5.8	14.8	15.2	10.1	2.3	45.9	59.6
골프장사업	1.8	2.2	1.9	6.4	1.9	1.9	1.9	2.1	12.3	7.7	6.9
골프용품사업	36.5	54.1	47.7	41.6	39.0	68.3	66.7	56.2	179.9	230.2	244.5
공간사업 및 기타	6.0	6.3	4.6	5.8	5.4	4.1	4.5	5.2	22.6	19.2	22.4
연결조정	(1.1)	(3.0)	(1.2)	17.2	(1.0)	(4.8)	(0.9)	2.3	11.8	(4.4)	(4.0)
영업이익	(3.7)	2.3	0.7	(2.9)	2.1	13.5	14.2	9.1	(3.6)	38.8	45.2
OPM	-7.7%	3.4%	1.1%	5.5%	4.1%	16.1%	16.2%	12.0%	-1.6%	13.0%	13.7%
(지배)순이익	(7.1)	(2.1)	(2.3)	(20.6)	1.2	7.9	11.1	5.0	(32.2)	25.3	30.1
NPM	-14.9%	-3.1%	-3.8%	-38.5%	2.4%	9.4%	12.7%	6.6%	-14.0%	8.5%	9.1%

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 하나금융투자

표 3. 골프장 인수 현황

(단위: 십억원)

19~20년 골프장 평균 인수 금액은
홀 당 48억 수준

인수일	골프장	인수금액	홀수	홀 당 금액	인수자	위치
19.01	덕평CC	55	18	31	호반산업	이천
19.02	서서울CC	120	18	67	호반산업	파주
19.04	아리솔CC	60	18	33	이지스자산운용	보은
19.06	남춘천CC	72	18	40	MDI파트너스	춘천
19.06	오크밸리	58	36	16	HDC현대산업개발	원주
19.11	레이크힐스 용인/안성	280	36	78	한림건설	용인/안성
19.11	힐드로사이CC	85	18	47	엔지니어링공제조합	홍천
20.01	파가니카CC	95	18	53	스트라이커PE	춘천
20.04	더플레이어스GC	170	27	63	캡스톤자산운용	춘천
20.04	오너스CC	90	18	50	칼론인베스트먼트	춘천
20.06	제주CC	53	18	29	한프이앤씨	제주

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 하나금융투자

2개의 주요 자회사와
12개의 종속회사를 통해
6개 부문의 골프관련 사업 영위

표 4. 골프존뉴딘홀딩스 사업 부문 구분

사업부문	회사명	주요 생산 및 판매제품 유형
지주사업	골프존뉴딘홀딩스	브랜드로열티, 경영자문, 임대수익, 지분법이익 등
골프장 운영사업	골프존카운티	골프장 인수운영 및 임차운영
골프장 임대사업	골프존카운티자산관리 골프존카운티선운 골프존카운티영천 리치먼드사모골프존카운티 삼성부동산투자신탁 지씨에이더블유	골프장 임대사업 등
골프용품사업	골프존유통 골프존데카 Deca International Corp	골프용품 유통 및 판매 골프거리측정기 제조 및 판매
공간 및 기타사업	뉴딘콘텐츠 골프존조이마루 GOLFZON NEWDIN INTERNATIONAL INC.	스크린야구, 스크린볼링 사업 및 부동산관리, 투자
스크린골프 사업	골프존	스크린골프 사업

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 하나금융투자

20년 9월 골프존카운티
제주 오라CC 임차 운영 개시

표 5. 골프장 운영 현황

운영시기	인수운영	임차운영	지역	홀수	비고
12.07	골프존카운티 선운		전라북도	18	골프존카운티선운 실질 소유
14.06	골프존카운티 안성W		경기도	18	지씨에이더블유 실질 소유
14.07	골프존카운티 안성H		경기도	18	리치먼드사모골프존카운티 삼성부동산투자신탁 실질 소유
15.07	골프존카운티 청통		경상북도	18	골프존카운티영천 실질 소유
17.08		무등산 CC	전라남도	27	
18.06	골프존카운티 순천		전라남도	36	구 레이크힐스 순천 인수
18.10	골프존카운티 선산		경상북도	18	회원제 골프장
18.10	골프존카운티 구미		경상북도	18	구 씨사이드 인수
18.10	골프존카운티 감포		경상북도	18	구 감포제이스 인수
18.10	제이스기타고CC		일본	18	일본 니치난 리조트 인수
18.10	제이스가노야CC		일본	18	일본 가노야CC 인수
18.10	제이스고바야시CC		일본	18	일본 고바야시CC 인수
19.02	골프존카운티 사천		경상남도	27	구 사천CC 인수
19.07		골프존카운티 무주	전라북도	18	무주안성CC 임차 운영
19.11		골프존카운티 화랑	충청북도	18	크리스탈카운티 임차
19.11		한림용인	경기도	27	
19.11		한림안성	경기도	9	
20.03	골프존카운티 경남		경상남도	18	구 레이크힐스 경남 인수
20.03	골프존카운티 진천		충청북도	27	구 아트밸리 인수 후 퍼블릭 전환 운영
20.09		제주오라CC	제주도	36	

자료: 골프존뉴딘홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	223.0	228.9	298.5	329.5	352.9
매출원가	129.2	140.6	175.0	191.8	204.3
매출총이익	93.8	88.3	123.5	137.7	148.6
판매비	92.7	92.0	84.7	92.6	99.6
영업이익	1.1	(3.6)	38.9	45.2	49.0
금융손익	(6.1)	(10.0)	(8.6)	(7.6)	(6.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.6	(17.8)	0.9	0.6	0.3
세전이익	9.7	(31.5)	31.2	38.2	42.4
법인세	14.8	3.4	6.6	7.9	8.5
계속사업이익	(5.2)	(34.8)	24.6	30.3	33.9
중단사업이익	(2.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.5)	(34.8)	24.6	30.3	33.9
비배주주지분 순이익	(0.4)	(2.7)	(0.7)	0.2	0.2
지배주주순이익	(7.1)	(32.2)	25.3	30.1	33.7
지배주주지분포괄이익	(11.6)	(31.1)	24.8	30.2	33.7
NOPAT	(0.6)	(4.0)	30.7	35.9	39.2
EBITDA	13.5	17.1	55.9	60.6	63.3
성장성(%)					
매출액증가율	4.30	2.65	30.41	10.39	7.10
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	16.94	9.19
EBITDA증가율	(56.73)	26.67	226.90	8.41	4.46
영업이익증가율	(94.02)	적전	흑전	16.20	8.41
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	18.97	11.96
EPS증가율	적지	적지	흑전	18.98	11.97
수익성(%)					
매출총이익률	42.06	38.58	41.37	41.79	42.11
EBITDA이익률	6.05	7.47	18.73	18.39	17.94
영업이익률	0.49	(1.57)	13.03	13.72	13.88
계속사업이익률	(2.33)	(15.20)	8.24	9.20	9.61

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(166)	(751)	590	702	786
BPS	11,349	10,511	10,992	11,577	12,246
CFPS	(227)	237	1,057	1,431	1,483
EBITDAPS	316	399	1,304	1,415	1,477
SPS	5,207	5,344	6,969	7,692	8,238
DPS	117	117	117	117	117
주가지표(배)					
PER	(22.20)	(4.72)	11.20	9.42	8.41
PBR	0.32	0.34	0.60	0.57	0.54
PCR	(16.23)	14.96	6.25	4.62	4.46
EV/EBITDA	26.22	20.08	7.51	6.59	5.91
PSR	0.71	0.66	0.95	0.86	0.80
재무비율(%)					
ROE	(1.45)	(6.89)	5.51	6.24	6.62
ROA	(0.93)	(4.15)	3.25	3.84	4.23
ROIC	(0.13)	(0.90)	7.12	8.53	9.56
부채비율	59.42	73.61	66.52	60.38	53.62
순부채비율	40.21	43.06	37.41	31.46	24.75
이자보상배율(배)	0.15	(0.36)	4.30	5.46	6.54

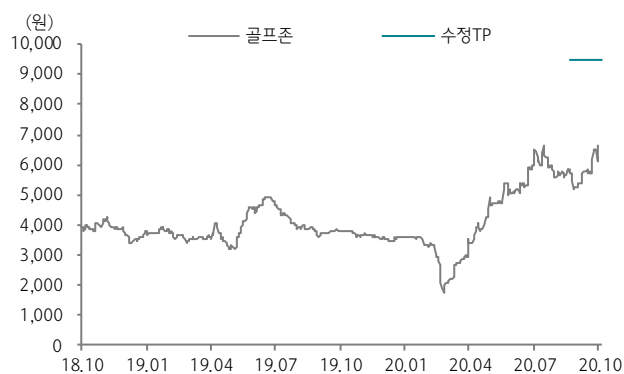
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	100.0	125.7	130.0	136.7	146.4
금융자산	30.2	62.8	58.8	58.1	62.3
현금성자산	15.9	33.5	29.2	28.4	32.5
매출채권	10.9	9.9	14.1	15.6	16.8
재고자산	51.4	48.4	53.6	59.2	63.4
기타유동자산	7.5	4.6	3.5	3.8	3.9
비유동자산	674.8	650.7	647.9	653.1	654.5
투자자산	209.1	189.6	202.7	223.4	239.1
금융자산	28.5	3.6	7.2	7.6	8.0
유형자산	380.0	360.5	349.0	336.6	324.6
무형자산	28.5	15.6	12.1	9.1	6.8
기타비유동자산	57.2	85.0	84.1	84.0	84.0
자산총계	774.7	776.4	777.9	789.8	800.9
유동부채	209.3	85.3	62.2	61.0	60.3
금융부채	179.6	51.2	27.2	22.4	20.2
매입채무	13.9	11.6	16.4	18.1	19.4
기타유동부채	15.8	22.5	18.6	20.5	20.7
비유동부채	79.5	243.9	248.5	236.4	219.3
금융부채	46.0	204.2	206.4	190.6	171.0
기타비유동부채	33.5	39.7	42.1	45.8	48.3
부채총계	288.8	329.2	310.8	297.4	279.6
지배주주지분	484.6	448.7	469.3	494.3	523.0
자본금	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
자본잉여금	290.5	290.5	290.5	290.5	290.5
자본조정	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타포괄이익누계액	(4.3)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
이익잉여금	179.5	142.4	162.7	187.8	216.4
비배주주지분	1.4	(1.5)	(2.2)	(1.9)	(1.7)
자본총계	486.0	447.2	467.1	492.4	521.3
순금융부채	195.4	192.6	174.8	154.9	129.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(20.2)	5.7	23.6	45.6	46.6
당기순이익	(7.5)	(34.8)	24.6	30.3	33.9
조정	(1)	4	1	2	1
감가상각비	12.4	20.7	16.9	15.5	14.2
외환거래손익	0.1	(0.4)	0.8	0.0	0.0
지분법손익	9.2	(12.5)	(11.4)	0.0	0.0
기타	(22.7)	(3.8)	(5.3)	(13.5)	(13.2)
영업활동 자산부채 변동	(3.3)	4.2	(9.3)	(0.2)	(1.6)
투자활동 현금흐름	(36.8)	15.4	(1.1)	(21.9)	(17.8)
투자자산감소(증가)	(26.8)	19.5	(13.1)	(20.7)	(15.7)
자본증가(감소)	(4.2)	(1.7)	(1.4)	(1.1)	(2.1)
기타	(5.8)	(2.4)	13.4	(0.1)	(0.0)
재무활동 현금흐름	23.7	(3.5)	(26.9)	(25.5)	(26.8)
금융부채증가(감소)	17.3	29.7	(21.8)	(20.5)	(21.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	11.4	(28.2)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
현금의 증감	(33.3)	17.7	(4.2)	(0.9)	4.1
Unlevered CFO	(9.7)	10.2	45.3	61.3	63.5
Free Cash Flow	(27.2)	2.6	22.2	44.5	44.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

골프존뉴딘홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.17	BUY	9,470		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.22%	7.78%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2020년 10월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대방인(5%초과)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.