

# 골프존

| Bloomberg Code (215000 KS) | Reuters Code (215000.KQ)

2024년 3월 5일

## [혁신성장]

이병화 연구위원

☎ 02-3772-1569

✉ bh.lee@shinhan.com

허성규 연구원

☎ 02-3772-1574

✉ sqheo@shinhan.com

## 걱정 말아요 그대



**매수**  
(유지)



현재주가 (3월 4일)

**77,400 원**



목표주가

**110,000 원 (유지)**



상승여력

**42.1%**

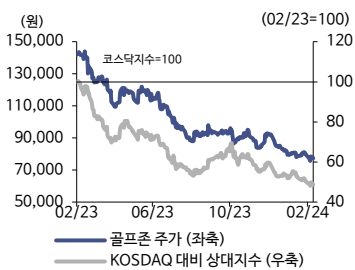
- ◆ NX 업그레이드 효과로 가맹사업 실적 견조, 시장 침체 우려 불식
- ◆ 미국의 시물레이터, 일본의 GDR 주문량 증가로 해외 실적 성장
- ◆ 탄탄한 가맹사업과 해외시장 성장세로 주가 부진 탈피를 기대



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	485.7십억원
발행주식수	6.3백만주
유동주식수	3.6백만주(57.4%)
52주 최고가/최저가	144,000원/75,700원
일평균 거래량 (60일)	28,931주
일평균 거래액 (60일)	2,415백만원
외국인 지분율	18.99%
<b>주요주주</b>	
골프존뉴딜홀딩스 외 11인	40.44%
KB자산운용	8.03%
<b>절대수익률</b>	
3개월	-12.0%
6개월	-16.8%
12개월	-45.4%
<b>KOSDAQ 대비 상대수익률</b>	
3개월	-16.5%
6개월	-12.4%
12개월	-49.8%

## 주가



## 4Q23 Re: 실적 정상화의 시작

4Q23 연결 기준 매출액은 1,665억원(YoY +17.8% 이하 YoY 생략), 영업이익은 147억원(+97.7%)을 기록했다. 매출액은 당사 추정치에 부합했고 영업이익은 전년대비 큰폭으로 개선됐다. 가맹사업 743억원(+51.9%), 비가맹 215억원(-5.2%), 해외 360억원(+29.8%), GDR 171억원(-38.6%)의 매출을 기록했다. 해외 매출성장과 GDR의 정상화가 확인된 점은 긍정적이다. NX 업그레이드 사업도 순항 중이다.

가맹점 중심의 NX업그레이드 실적은 3Q23 2,285대, 4Q23 3,070대로 집계됐다. 사전예약 물량 감안 시 1Q24은 4,000대 이상의 실적이 기대된다. 신규 가맹점 출점 둔화에도 불구하고 가맹부문의 실적은 견조하다. 비가맹점의 가맹점 이전 효과도 기대해 본다. 4Q23 라운드수는 2,328만건으로 전분기 대비 감소했다. NX업그레이드에 따른 영업중단 일수 감안 시 양호한 수치로 판단한다.

## 1Q24 Pre: NX와 미국, 일본 시장을 보자

1Q24 매출액 1,852억원(-0.9%), 영업이익 319억원(-23.2%)을 예상한다. NX 업그레이드 전환, 미국 시뮬레이터, 일본 GDR의 실적에 주목한다. NX 사전예약 물량 중 5,355대가 지난 해 하반기에 반영됐다. 11,000대 이상의 NX 전환 수요가 대기 중이다. 가맹사업은 931억원(+25.1% QoQ)을 예상한다. NX가 가맹 성장 기조를 견인할 수 있다.

4Q23 해외매출 비중 21.6%는 가문의 단비다. 1Q24 해외매출은 272억원(+58.3%, 매출비중 14.7%)을 추정한다. 미국과 일본의 실적 기여도는 상승세다. 미국은 스포츠펍의 골프 시뮬레이터 수요가 좋다. 미국 달러망도 기존 3개에서 5개로 확대됐다. 일본은 골프 연습장 업그레이드 시장이 활기를 보이며 GDR의 주문량이 증가세다.

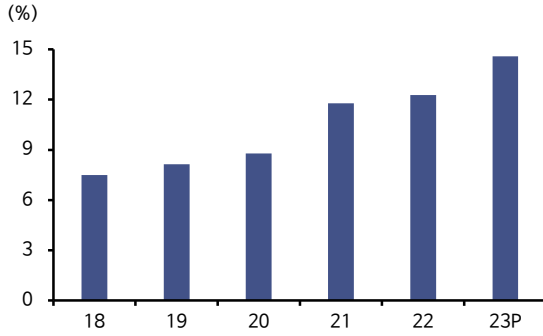
## 투자의견 '매수', 목표주가 110,000원 '유지'

투자의견 '매수'. 목표주가를 110,000원으로 유지한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS 15,216원에 Target PER 7.2배다. 4년 평균 PER 하단에 5% 할증 적용했다. 골프시장 침체와 실적 둔화 우려가 최근 주가에 반영됐다. 탄탄한 가맹사업 실적에 해외시장의 성장 스토리가 주가에 반영될 때다. 걱정보다는 기회를 포착할 때다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	440.3	107.7	76.3	12,161	45,869	14.4	6.8	3.8	29.8	(39.5)
2022	617.5	148.7	113.7	18,123	57,682	6.2	3.1	2.0	35.0	(36.4)
2023F	685.1	114.6	73.6	11,729	65,015	7.9	2.8	1.4	19.1	(34.8)
2024F	741.0	127.6	95.5	15,216	75,828	5.2	2.0	1.0	21.6	(34.3)
2025F	826.7	133.8	101.5	16,171	87,597	4.8	1.7	0.9	19.8	(33.4)

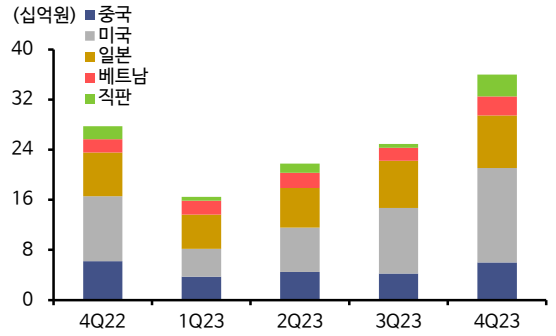
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전체 매출액 대비 해외 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 해외 지역별 매출액 추이



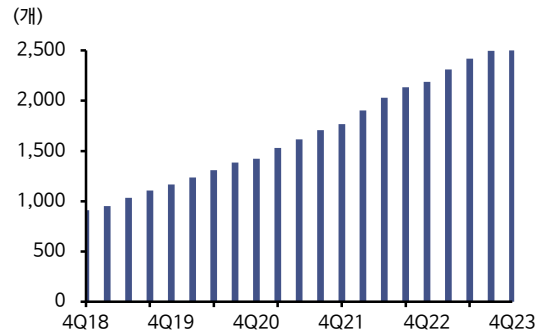
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 4Q23 글로벌 매장수 현황

국가	상업매장	직영매장	계	비고
중국	234	4	238	
미국	217	4	221	
일본	633	1	634	
베트남	37	15	52	
기타	106	-	106	20개국
계	1,227	24	1,251	

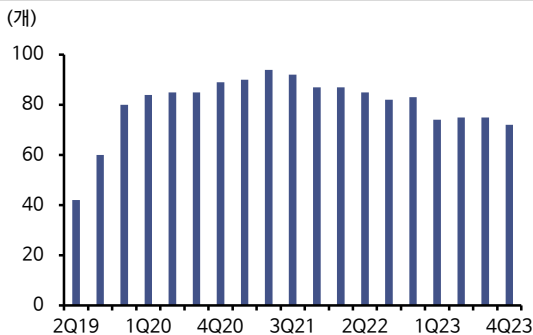
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 누적 가맹점수 추이



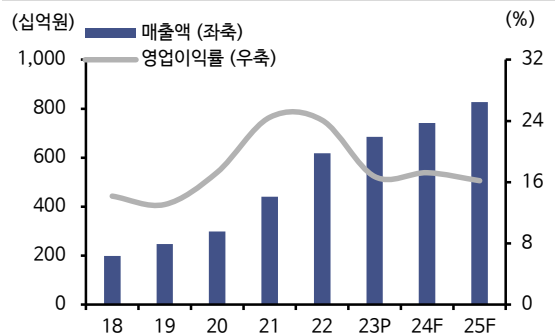
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 누적 직영점수(GDR) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 연도별 매출액 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 골프존 P/E 밸류에이션

	단위	값	비고
EPS(지배순이익)	(원)	15,216	2024년 예상 EPS
Target PER	(배)	7.2	최근 4년 평균 PER 하단 5% 할증 적용
목표주가	(원)	110,000	
현재주가	(원)	77,400	
상승여력	(%)	42.1	

자료: 신한금융투자 추정

## 골프존 PER 멀티플 추이

(배)	2019	2020	2021	2022	4년 평균
PER 상단	31.7	13.3	15.9	10.5	17.8
PER 하단	12.0	4.7	5.0	5.5	6.9
PER 평균	22.6	10.3	9.9	7.9	12.7

자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 골프존 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경후 실적 (십억원)		변경전 실적 (십억원)		변화율 (%)	
	2023P	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	685.1	741.0	699.5	787.1	(2.1)	(5.8)
영업이익	114.6	127.6	153.6	185.8	(25.4)	(31.3)
순이익	73.6	95.5	115.5	136.8	(36.3)	(30.2)

자료: 전자 공시, 신한투자증권 추정

## 분기별 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	22	23P	24F	25F
매출액	153.9	146.2	176.1	141.3	187.0	161.6	170.0	166.5	617.5	685.1	741.0	826.7
(%YoY)	54.8	38.2	43.1	26.1	21.5	10.5	(3.4)	17.8	40.2	10.9	8.2	11.6
가맹	76.7	65.1	70.3	49.0	94.0	73.1	84.7	74.4	261.1	326.1	356.4	388.5
비가맹	25.1	23.3	26.2	22.7	25.7	25.3	27.3	21.5	97.3	99.9	103.1	106.1
GDR	29.4	32.5	35.6	28.0	33.7	24.2	13.2	17.2	125.5	88.4	89.7	91.1
해외	10.8	13.3	23.9	27.7	17.2	21.8	24.9	36.0	75.7	99.9	114.6	153.1
기타	11.9	12.0	20.1	13.9	16.4	17.2	19.9	17.3	57.9	70.8	77.1	88.0
영업이익	50.7	45.6	44.9	7.4	41.5	30.8	27.6	14.7	148.7	114.6	127.6	133.8
영업이익률	33%	31%	26%	5%	22%	19%	16%	9%	24%	17%	17%	16%
당기순이익	38.0	35.2	36.5	1.8	32.1	14.0	21.4	6.1	111.6	73.6	95.5	101.5
순이익률	25%	24%	21%	1%	17%	9%	13%	4%	18%	11%	13%	12%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>483.6</b>	<b>589.5</b>	<b>626.4</b>	<b>682.4</b>	<b>751.0</b>
유동자산	242.4	306.7	337.3	378.3	425.7
현금및현금성자산	69.0	88.4	88.5	98.4	113.3
매출채권	23.2	32.1	44.6	60.3	80.2
재고자산	25.2	47.8	63.1	76.4	85.5
비유동자산	241.2	282.8	289.1	304.1	325.3
유형자산	114.3	128.1	141.4	162.0	187.5
무형자산	20.8	52.8	45.9	40.3	35.9
투자자산	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>191.7</b>	<b>216.4</b>	<b>207.2</b>	<b>195.4</b>	<b>190.2</b>
유동부채	130.2	157.2	155.9	153.6	152.5
단기차입금	0.0	6.7	4.4	2.8	1.4
매입채무	7.5	18.4	20.4	22.1	24.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	61.5	59.2	51.3	41.9	37.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	47.7	41.9	32.1	21.1	14.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>291.9</b>	<b>373.2</b>	<b>419.2</b>	<b>487.0</b>	<b>560.9</b>
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타자본	4.6	(12.8)	(12.8)	(12.8)	(12.8)
기타포괄이익누계액	(1.9)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
이익잉여금	213.2	304.8	350.8	418.6	492.5
<b>지배주주지분</b>	<b>287.8</b>	<b>362.0</b>	<b>408.0</b>	<b>475.8</b>	<b>549.7</b>
비지배주주지분	4.1	11.2	11.2	11.2	11.2
*총차입금	66.0	67.8	57.9	47.0	41.7
*순차입금(순현금)	(115.3)	(135.8)	(146.0)	(166.8)	(187.3)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>136.1</b>	<b>133.9</b>	<b>87.1</b>	<b>104.6</b>	<b>115.0</b>
당기순이익	76.4	111.6	73.6	95.5	101.5
유형자산상각비	34.3	37.8	39.0	38.5	44.5
무형자산상각비	2.8	4.2	7.0	5.6	4.4
외환환산손실(이익)	(0.1)	1.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.3)	(2.7)	(4.1)	(4.3)	(4.5)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전차량변동	4.7	(24.1)	(29.2)	(31.5)	(31.8)
(법인세납부)	(14.3)	(35.9)	(32.9)	(30.7)	(30.5)
기타	33.6	41.5	33.7	31.5	31.4
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(63.7)</b>	<b>(59.9)</b>	<b>(65.7)</b>	<b>(81.6)</b>	<b>(99.5)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(12.5)	(29.6)	(52.2)	(59.1)	(70.1)
유형자산의감소	1.8	3.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(2.7)	(4.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	(50.3)	(29.3)	(13.5)	(22.5)	(29.4)
<b>FCF</b>	<b>127.1</b>	<b>100.4</b>	<b>41.2</b>	<b>47.9</b>	<b>46.8</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(29.6)</b>	<b>(53.8)</b>	<b>(105.7)</b>	<b>(80.5)</b>	<b>(90.9)</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	(0.5)	(10.0)	(10.9)	(5.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(15.7)	(22.0)	(27.6)	(35.4)	(43.7)
기타	(13.9)	(51.3)	(68.1)	(34.2)	(41.9)
기타현금흐름	0.0	0.0	84.4	67.4	90.5
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.1	(0.9)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>43.8</b>	<b>19.4</b>	<b>0.1</b>	<b>9.9</b>	<b>15.0</b>
기초현금	25.2	69.0	88.4	88.5	98.4
기말현금	69.0	88.4	88.5	98.4	113.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

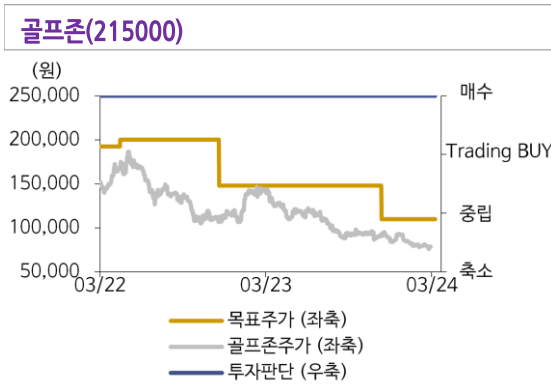
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>440.3</b>	<b>617.5</b>	<b>685.1</b>	<b>741.0</b>	<b>826.7</b>
증감률 (%)	47.5	40.2	10.9	8.2	11.6
<b>매출원가</b>	<b>155.0</b>	<b>253.8</b>	<b>314.7</b>	<b>314.9</b>	<b>365.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>285.3</b>	<b>363.7</b>	<b>370.4</b>	<b>426.0</b>	<b>461.2</b>
매출총이익률 (%)	64.8	58.9	54.1	57.5	55.8
<b>판매관리비</b>	<b>177.7</b>	<b>215.0</b>	<b>255.8</b>	<b>298.4</b>	<b>327.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>107.7</b>	<b>148.7</b>	<b>114.6</b>	<b>127.6</b>	<b>133.8</b>
증감률 (%)	108.8	38.1	(23.0)	11.4	4.8
영업이익률 (%)	24.5	24.1	16.7	17.2	16.2
영업외손익	(3.9)	(0.5)	(8.0)	(1.5)	(1.8)
금융손익	(0.3)	(0.9)	(0.7)	(0.3)	(0.0)
기타영업외손익	(3.6)	0.4	(7.3)	(1.2)	(1.8)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>103.8</b>	<b>148.1</b>	<b>106.5</b>	<b>126.1</b>	<b>132.0</b>
법인세비용	27.3	36.6	32.9	30.7	30.5
계속사업이익	76.4	111.6	73.6	95.5	101.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>76.4</b>	<b>111.6</b>	<b>73.6</b>	<b>95.5</b>	<b>101.5</b>
증감률 (%)	103.9	45.9	(34.0)	29.7	6.3
순이익률 (%)	17.4	18.1	10.7	12.9	12.3
(지배주주)당기순이익	76.3	113.7	73.6	95.5	101.5
(비지배주주)당기순이익	0.1	(2.2)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	78.0	110.7	73.6	95.5	101.5
(지배주주)총포괄이익	77.5	113.5	75.5	97.9	104.0
(비지배주주)총포괄이익	0.5	(2.8)	(1.9)	(2.4)	(2.6)
<b>EBITDA</b>	<b>144.8</b>	<b>190.7</b>	<b>160.5</b>	<b>171.7</b>	<b>182.7</b>
증감률 (%)	71.2	31.7	(15.8)	7.0	6.4
EBITDA 이익률 (%)	32.9	30.9	23.4	23.2	22.1

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	12,181	17,777	11,729	15,216	16,171
EPS (지배순이익, 원)	12,161	18,123	11,729	15,216	16,171
BPS (자본총계, 원)	46,515	59,464	66,798	77,611	89,379
BPS (지배지분, 원)	45,869	57,682	65,015	75,828	87,597
DPS (원)	3,500	4,500	4,500	4,500	4,500
PER (당기순이익, 배)	14.3	6.3	7.9	5.2	4.8
PER (지배순이익, 배)	14.4	6.2	7.9	5.2	4.8
PBR (자본총계, 배)	3.8	1.9	1.4	1.0	0.9
PBR (지배지분, 배)	3.8	2.0	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	6.8	3.1	2.8	2.0	1.7
배당성향 (%)	28.8	24.3	37.5	28.9	27.2
배당수익률 (%)	2.0	4.0	4.9	5.7	5.7
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	32.9	30.9	23.4	23.2	22.1
영업이익률 (%)	24.5	24.1	16.7	17.2	16.2
순이익률 (%)	17.4	18.1	10.7	12.9	12.3
ROA (%)	18.0	20.8	12.1	14.6	14.2
ROE (지배순이익, %)	29.8	35.0	19.1	21.6	19.8
ROIC (%)	79.3	95.7	45.8	44.7	38.3
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	65.7	58.0	49.4	40.1	33.9
순차입금비율 (%)	(39.5)	(36.4)	(34.8)	(34.3)	(33.4)
현금비율 (%)	53.0	56.2	56.8	64.1	74.3
이자보상배율 (배)	72.1	79.1	64.9	86.6	107.4
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(11.4)	(16.2)	(65.9)	33.3	14.6
재고자산회수기간 (일)	14.8	21.6	29.5	34.4	35.7
매출채권회수기간 (일)	16.5	16.4	20.4	25.8	31.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 25일	매수	192,300	(19.6)	(10.3)
2022년 04월 19일	매수	200,000	(28.0)	(6.9)
2022년 10월 20일		6개월경과	(44.1)	(40.5)
2022년 11월 23일	매수	148,000	(15.8)	(1.1)
2023년 05월 24일		6개월경과	(32.1)	(17.6)
2023년 11월 16일	매수	110,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이병화, 허성규)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 01일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------