

# 골프존 (215000)

## 기초체력 확인

2024년 11월 5일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	92,500 원 (하향)
✓ 상승여력	35.4%	✓ 현재주가 (11월 4일)	68,300 원

### 신한생각 해외성장을 기다리는 인내의 시기

낮아진 실적 눈높이는 주가에 선반영. 주요 해외시장의 매출 성장 시기를 기다릴 때. 국내 실적은 골프 시장 침체가 대부분 반영된 수치로 판단. 해외는 1) 일본의 골프존파크 신규 시장 개척 기대감 유효, 2) 미국은 골프 시뮬레이터 성장 잠재력 충분. 해외 성장 확인 시 25년 주가수익비율(PER) 5.2배로 밸류에이션 매력 점중, 주가 재평가 가능성은 높다고 판단

### 3Q24 Review: 가맹, GDR 전년대비 역성장, GDR 구조조정 마무리

[3Q24 실적] 매출액 1,462억원(-14.0%, 이하 전년동기대비), 영업이익 275억원(-0.2%), 영업이익률 18.8%(+2.6%p). 당사 추정치 대비 매출액 -14.9%, 영업이익 +5.4%를 기록. 각 사업부문 매출액은 가맹(-15.9%), GDR(-4.2%), 비가맹(+2.6%), 해외(-26.6%)로 가맹(추정치 +2.7%)과 해외 매출(추정치 -2.7%)부문에서 실제 발표치와 추정치의 큰 괴리가 발생

3분기 실적에서 가장 중요한 포인트는 원가개선으로 매출원가는 전년대비 25.3%, 전분기 대비 18.6% 하락. 매출액은 전년대비 14.0%, 전분기 대비 9.1% 감소했으나 스크린골프 신규제품의 판가인상과 GDR 적자폭 축소 영향으로 매출총이익률은 전년대비 6.1%p 개선. 국내 사업 실적은 내실 측면 접근 권고, 향후 성장 기대는 낮춰진 상황에서 수익성 개선에 집중

### Valuation & Risk

매수 투자 의견을 유지하고 목표주가를 92,500원으로 하향 조정(기존 11만 원, -15.9%). '25년 주당순이익(EPS) 13,240원에 4년 평균 PER에 20% 할인하여 주가수익비율(PER) 7.0배 적용. 해외부문 매출 추정치 보수적으로 접근, 해외 매출 성장률 '24~25년 평균 +33.6%에서 +17.3%로 조정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	617.5	148.7	113.7	6.2	35.0	2.0	3.1	4.0
2023	685.1	114.5	79.5	7.3	20.4	1.4	3.3	4.9
2024F	650.4	103.0	76.8	5.6	17.4	0.9	2.6	7.3
2025F	704.1	109.2	83.1	5.2	17.0	0.8	2.5	8.1
2026F	748.1	128.6	99.0	4.3	18.2	0.7	2.1	8.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [핵심성장]

이병화 연구위원  
✉ bh.lee@shinhan.com

백지우 연구원  
✉ 100jiwoo@shinhan.com

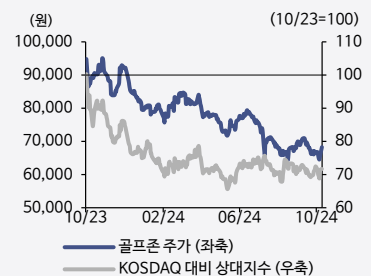
#### Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

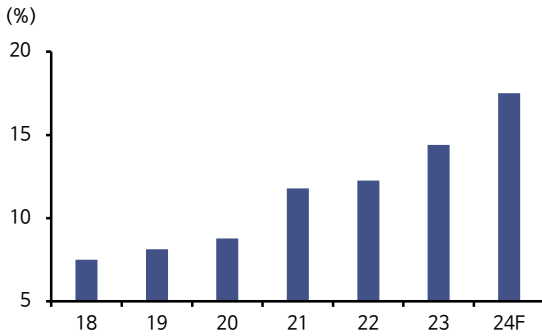
시가총액	428.6십억원
발행주식수(유동비율)	6.3백만주(55.2%)
52주 최고가/최저가	95,000 원/64,400 원
일평균 거래액 (60일)	1,562 백만원
외국인 지분율	19.6%
주요주주 (%)	
골프존뉴턴홀딩스 외 11인	40.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(3.5)	(6.2)	(22.8)	(22.7)
상대	(1.6)	(3.0)	(20.0)	(9.8)

### 주가

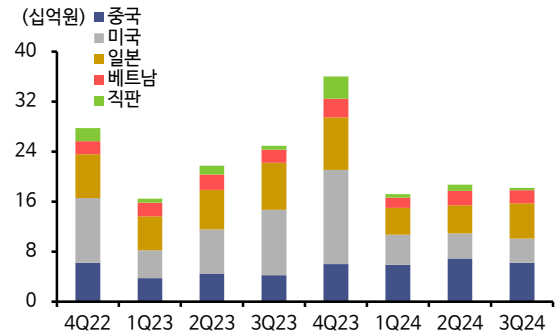


## 전체 매출액 대비 해외 매출 비중 추이



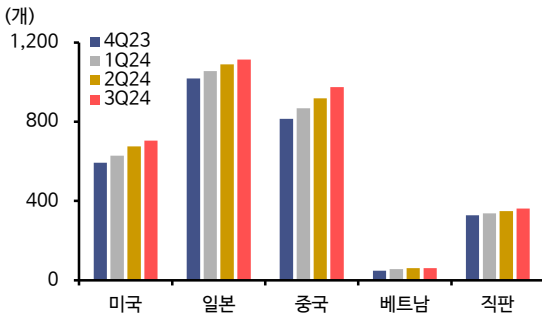
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 해외 지역별 매출액 추이



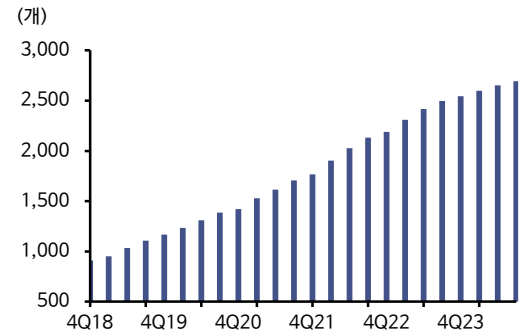
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 글로벌 매장수 현황



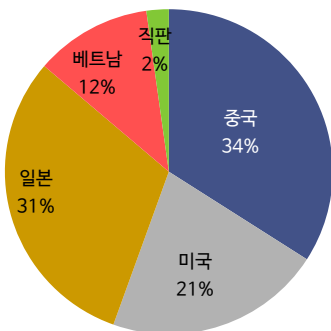
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 누적 가맹점수 추이



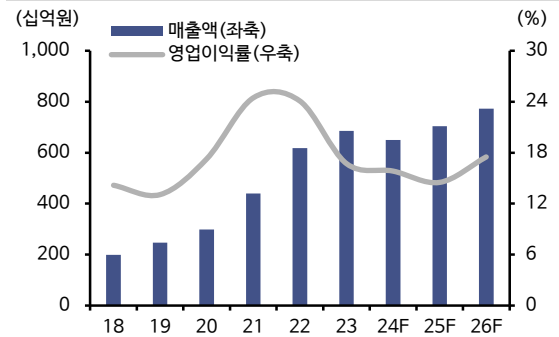
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 국가별 매출 비중 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 연도별 매출액 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 골프존 P/E 밸류에이션

	단위	값	비고
EPS(지배순이익)	(원)	13,240	2025년 예상 EPS
Target PER	(배)	7.0	최근 4년 평균 PER에 20% 할인 적용
목표주가	(원)	92,500	
현재주가	(원)	68,300	
상승여력	(%)	35.4	

자료: 신한금융투자 추정

## 골프존 PER 멀티플 추이

(배)	2020	2021	2022	2023	4년 평균
PER 상단	13.3	15.9	10.5	11.6	12.8
PER 하단	4.7	5.0	5.5	8.7	6.0
PER 평균	10.3	9.9	7.9	6.6	8.7

자료: QuantWise, 신한투자증권

## 골프존 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경후 실적 (십억원)		변경전 실적 (십억원)		변화율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	650.4	704.1	787.1	826.7	(17.4)	(14.8)
영업이익	103.0	109.2	185.8	133.8	(44.6)	(18.4)
순이익	74.6	80.5	136.8	101.5	(45.5)	(20.7)

자료: 전자 공시, 신한투자증권 추정

## 분기별 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	23	24F	25F	26F
매출액	187.0	161.6	170.0	166.5	182.1	160.7	146.2	161.4	685.1	650.4	704.1	748.1
(%YoY)	14.8	(25.4)	(62.9)	(38.6)	(54.6)	(34.1)	(4.2)	(29.3)	10.9	(5.1)	8.2	6.3
가맹	94.0	73.1	84.7	74.4	107.0	83.4	71.2	80.7	326.1	342.3	373.1	399.2
비가맹	25.7	25.3	27.3	21.5	26.8	24.7	27.5	22.1	99.9	101.0	104.0	107.0
GDR	33.7	24.2	13.2	17.2	15.3	16.0	12.6	12.2	88.4	56.1	56.9	57.8
해외	17.2	21.8	24.9	36.0	17.3	18.8	18.3	28.9	99.9	83.2	101.2	114.3
기타	16.4	17.2	19.9	17.3	15.8	17.9	16.5	17.6	70.8	67.8	68.8	69.9
영업이익	41.5	30.8	27.6	14.7	31.6	25.6	27.5	18.3	114.6	103.0	109.2	128.6
영업이익률	22%	19%	16%	9%	17%	16%	19%	11%	17%	16%	16%	17%
당기순이익	32.1	14.0	21.4	6.1	19.0	18.6	18.6	18.3	73.6	74.6	80.5	95.2
순이익률	17%	9%	13%	4%	10%	12%	13%	11%	10.7%	11%	11%	13%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>590.0</b>	<b>637.6</b>	<b>666.5</b>	<b>705.6</b>	<b>764.0</b>
유동자산	306.7	301.9	313.5	326.1	355.1
현금및현금성자산	88.4	102.7	77.9	49.8	63.1
매출채권	32.1	58.6	79.1	105.3	111.9
재고자산	47.8	83.3	100.8	112.9	119.9
비유동자산	283.3	335.7	353.0	379.5	408.9
유형자산	128.1	140.9	157.8	180.8	205.3
무형자산	53.3	45.4	46.6	48.9	52.7
투자자산	0.5	15.6	14.8	16.0	17.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>216.8</b>	<b>211.9</b>	<b>196.9</b>	<b>189.3</b>	<b>189.3</b>
유동부채	157.2	151.0	143.3	139.4	147.9
단기차입금	6.7	6.7	5.1	3.7	3.7
매입채무	18.4	9.3	8.8	9.6	10.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	59.6	60.9	53.7	49.9	41.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	41.9	49.9	43.2	38.6	29.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>373.2</b>	<b>425.7</b>	<b>469.6</b>	<b>516.3</b>	<b>574.6</b>
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	72.2	72.4	72.4	72.4	72.4
기타자본	(16.2)	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
기타포괄이익누계액	(2.0)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	304.8	356.6	402.7	452.0	514.2
<b>지배주주지분</b>	<b>362.0</b>	<b>417.3</b>	<b>463.5</b>	<b>512.7</b>	<b>574.8</b>
비지배주주지분	11.2	8.4	6.1	3.6	(0.2)
*총차입금	67.8	77.0	67.7	63.3	55.4
*순차입금(순현금)	(135.8)	(51.1)	(35.6)	(11.9)	(33.1)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>133.5</b>	<b>11.5</b>	<b>72.2</b>	<b>81.6</b>	<b>138.1</b>
당기순이익	111.6	73.6	74.6	80.5	95.2
유형자산상각비	37.8	41.7	42.2	47.1	52.1
무형자산상각비	4.2	6.6	8.4	8.9	9.8
외화환산손실(이익)	1.5	0.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(2.7)	0.1	(1.7)	(1.9)	(1.9)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전자본변동	(24.5)	(108.7)	(45.0)	(46.8)	(10.7)
(법인세납부)	(35.9)	(41.3)	(23.9)	(24.1)	(28.4)
기타	41.5	38.9	17.6	17.9	22.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(59.9)</b>	<b>45.5</b>	<b>(83.0)</b>	<b>(104.6)</b>	<b>(84.8)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(29.6)	(36.9)	(59.1)	(70.1)	(76.6)
유형자산의감소	3.3	2.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.3)	(2.8)	(9.6)	(11.2)	(13.6)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.8	(1.2)	(1.0)
기타	(29.3)	82.7	(15.1)	(22.1)	6.4
<b>FCF</b>	<b>100.4</b>	<b>8.8</b>	<b>28.3</b>	<b>24.8</b>	<b>75.4</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(53.3)</b>	<b>(43.6)</b>	<b>(78.9)</b>	<b>(90.0)</b>	<b>(41.7)</b>
차입금의증가(감소)	(0.5)	0.0	(9.3)	(4.4)	(7.9)
자기주식의처분(취득)	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(22.0)	(27.6)	(35.4)	(43.7)	(33.8)
기타	(50.8)	(16.0)	(34.2)	(41.9)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	65.0	85.0	1.7
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.9)	0.7	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>19.4</b>	<b>14.2</b>	<b>(24.8)</b>	<b>(28.0)</b>	<b>13.3</b>
기초현금	69.0	88.4	102.7	77.9	49.8
기말현금	88.4	102.7	77.9	49.8	63.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>617.5</b>	<b>685.1</b>	<b>650.4</b>	<b>704.1</b>	<b>748.1</b>
증감률 (%)	40.2	10.9	(5.1)	8.2	6.3
<b>매출원가</b>	<b>253.8</b>	<b>314.7</b>	<b>289.9</b>	<b>315.4</b>	<b>334.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>363.7</b>	<b>370.4</b>	<b>360.5</b>	<b>388.7</b>	<b>413.8</b>
매출총이익률 (%)	58.9	54.1	55.4	55.2	55.3
<b>판매관리비</b>	<b>215.0</b>	<b>255.8</b>	<b>257.5</b>	<b>279.5</b>	<b>285.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>148.7</b>	<b>114.5</b>	<b>103.0</b>	<b>109.2</b>	<b>128.6</b>
증감률 (%)	38.1	(23.0)	(10.1)	6.0	17.8
영업이익률 (%)	24.1	16.7	15.8	15.5	17.2
<b>영업외손익</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(8.0)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(4.6)</b>	<b>(5.0)</b>
금융손익	(0.9)	5.6	5.0	5.0	5.1
기타영업외손익	0.4	(13.6)	(9.5)	(9.6)	(10.1)
중속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>148.1</b>	<b>106.6</b>	<b>98.5</b>	<b>104.6</b>	<b>123.6</b>
법인세비용	36.6	32.9	23.9	24.1	28.4
계속사업이익	111.6	73.6	74.6	80.5	95.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>111.6</b>	<b>73.6</b>	<b>74.6</b>	<b>80.5</b>	<b>95.2</b>
증감률 (%)	45.9	(34.0)	1.3	8.0	18.2
순이익률 (%)	18.1	10.7	11.5	11.4	12.7
(지배주주)당기순이익	113.7	79.5	76.8	83.1	99.0
(비지배주주)당기순이익	(2.2)	(5.9)	(2.2)	(2.6)	(3.8)
<b>총포괄이익</b>	<b>110.7</b>	<b>74.3</b>	<b>74.6</b>	<b>80.5</b>	<b>95.2</b>
(지배주주)총포괄이익	113.5	79.9	80.2	86.6	102.4
(비지배주주)총포괄이익	(2.8)	(5.6)	(5.6)	(6.1)	(7.2)
<b>EBITDA</b>	<b>190.7</b>	<b>162.9</b>	<b>153.6</b>	<b>165.2</b>	<b>190.4</b>
증감률 (%)	31.7	(14.6)	(5.7)	7.5	15.3
EBITDA 이익률 (%)	30.9	23.8	23.6	23.5	25.5

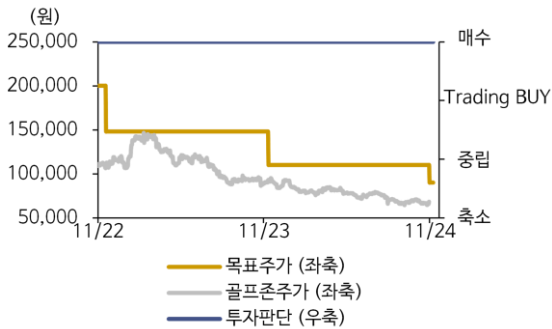
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	17,777	11,732	11,884	12,831	15,165
EPS (지배순이익, 원)	18,123	12,670	12,235	13,240	15,775
BPS (자본총계, 원)	59,464	67,833	74,825	82,275	91,571
BPS (지배지분, 원)	57,681	66,502	73,845	81,704	91,610
DPS (원)	4,500	4,500	5,000	5,500	6,000
PER (당기순이익, 배)	6.3	7.9	5.7	5.3	4.5
PER (지배순이익, 배)	6.2	7.3	5.6	5.2	4.3
PBR (자본총계, 배)	1.9	1.4	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	2.0	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	3.1	3.3	2.6	2.5	2.1
배당성향 (%)	24.3	34.7	40.0	40.6	37.2
배당수익률 (%)	4.0	4.9	7.3	8.1	8.8
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	30.9	23.8	23.6	23.5	25.5
영업이익률 (%)	24.1	16.7	15.8	15.5	17.2
순이익률 (%)	18.1	10.7	11.5	11.4	12.7
ROA (%)	20.8	12.0	11.4	11.7	13.0
ROE (지배순이익, %)	35.0	20.4	17.4	17.0	18.2
ROIC (%)	96.0	39.9	28.7	25.1	25.4
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	58.1	49.8	41.9	36.7	33.0
순차입금비율 (%)	(36.4)	(12.0)	(7.6)	(2.3)	(5.8)
현금비율 (%)	56.2	68.0	54.4	35.7	42.6
이자보상배율 (배)	79.1	42.1	37.9	44.4	57.7
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(16.2)	46.8	8.5	5.9	5.1
재고자산회수기간 (일)	21.6	34.9	51.6	55.4	56.8
매출채권회수기간 (일)	16.4	24.2	38.7	47.8	53.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 골프존(215000)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(24.5)	(13.6)
2024년 05월 17일		6개월경과	(34.7)	(27.8)
2024년 11월 05일	매수	92,500	-	-

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, 백지우)
- ◆ 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	비중	투자등급	비중	투자등급	비중	투자등급
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	비중확대	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	중립	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	축소
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%						
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%						
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하						

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 01일 기준)

매수 (매수)	93.49%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------