

골프존

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

2023년 11월 16일

[핵심성장]

이병화 연구위원

☎ 02-3772-1569

✉ bh.lee@shinhan.com

허성규 연구원

☎ 02-3772-1574

✉ sqheo@shinhan.com

라베를 위해 연습에 매진할 때



매수
(유지)



현재주가 (11월 15일)

92,600 원



목표주가

110,000 원 (하향)



상승여력

18.8%

- ◆ GDR의 부진, 해외 운영비 증가로 기대치를 하회하는 3분기 실적
- ◆ 4분기 실적은 정상화를 전망, 가맹의 견조한 성장 지속
- ◆ 수익성 악화는 해외 성장을 위한 투자 때문, 해외 성과를 기다릴 때



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

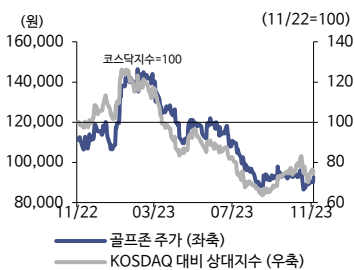
시가총액	581.1 십억원
발행주식수	6.3 백만주
유동주식수	3.6 백만주 (57.2%)
52 주 최고가/최저가	146,400 원/86,500 원
일평균 거래량 (60 일)	32,017 주
일평균 거래액 (60 일)	2,964 백만원
외국인 지분율	17.00%

주요주주	
골프존뉴턴홀딩스 외 11 인	40.44%
KB 자산운용	11.27%

절대수익률	
3 개월	-1.7%
6 개월	-22.6%
12 개월	-17.5%

KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	9.5%
6 개월	-22.1%
12 개월	-24.1%

주가



3Q23 Re: GDR 매출 감소, 해외 판관비 증가로 수익성 악화

3Q23 연결 기준 매출액은 1,700억원(-3.4% 이하 YoY), 영업이익은 275억원(-38.7%)을 기록했다. 당사 추정치 대비 매출액과 영업이익 각각 10.9%, 28.9% 하회했다. 가맹사업 847억원(+20.4%), 비가맹 273억원(+4.3%), 해외 249억원(+4.3%), GDR 132억원(-62.9%)이다.

GDR이 크게 저조했다. H/W 판매량 감소는 골프 열기 감소로 어느정도 예견됐다. 일부 거래처의 매출 이연이 맞물리면서 부진한 실적으로 이어졌다. 국내 가맹은 당사 예상치 729억원을 상회했고 비가맹은 부합했다. 마케팅비 상승의 주범인 해외 시장 매출 성장률은 아쉽다.

4Q23 Pre: 정상화 그리고 New Normal

4Q23 매출액 1,645억원(+16.4%), 영업이익 219억원(+194.7%)을 예상한다. 가맹사업은 투비전NX 신제품 출시, 프로모션 효과로 15.6% (YoY)의 매출 성장을 추정한다. GDR은 3분기와 같은 충격은 없을 것이다. 이연된 매출이 순차적으로 인식된다. 해외사업은 +42.1%로 큰 폭의 성장세 시현을 기대한다. 4Q22와 같은 일회성 인건비 미 반영시 영업이익률은 13.3%로 전년 동기 대비 8.0%p 개선을 전망한다.

해외시장의 성과가 중요하다. 팬데믹 이후 골프 산업을 바라보는 시선은 차갑다. 현실적으로 국내 사업에서 시장 기대치를 상회하는 실적을 기대하긴 어렵다. 국내 신제품 프로모션과 해외 사업부의 운영비로 비용 증가분이 흘러간다. 국내는 건조하다. 투자하는 만큼 성과로 귀결된다. 해외 투자 성과는 단기간에 확인할 수 없다. 국내에서 해외로, 수익 보단 해외 성장으로 골프존을 바라보는 시선을 바꿔야 한다.

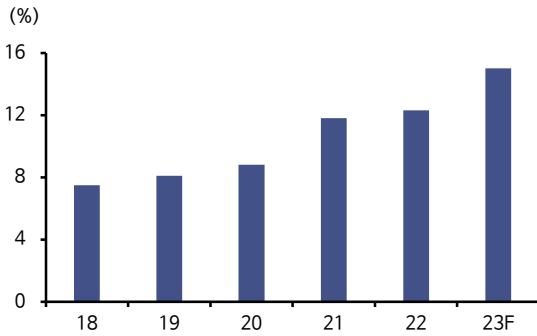
투자 의견 '매수', 목표주가 110,000원 '하향'

투자 의견 '매수'. 목표주가를 110,000원으로 하향한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS 16,495원에 Target PER 6.8배다. 4년 평균 PER 하단을 적용했다. 하향 이유는 1) 가맹/비가맹 성장률 둔화 및 GDR 역성장 반영, 해외 운영비 증가 등 실적 추정치를 하향 조정했고, 2) 해외 시장 성과 가시화 전까지 보수적인 PER 기준을 적용했기 때문이다. 주가는 PER 기준 역사적 저점을 향해 가고 있다. 주가를 바라보는 시선의 변화가 필요하고, 해외에 그 답이 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
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	683.2	121.8	75.1	11,961	65,248	7.7	2.8	1.4	19.5	(29.4)
2024F	756.9	126.0	103.5	16,495	77,348	5.6	2.9	1.2	23.1	(29.4)
2025F	850.5	138.2	113.5	18,092	91,044	5.1	2.8	1.0	21.5	(27.0)

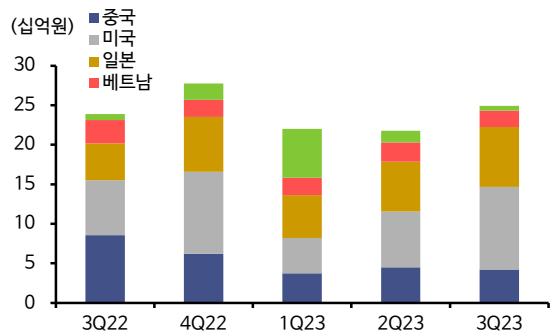
자료: 회사 자료, 신한투자증권

전체 매출액 대비 해외 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

해외 지역별 매출액 추이



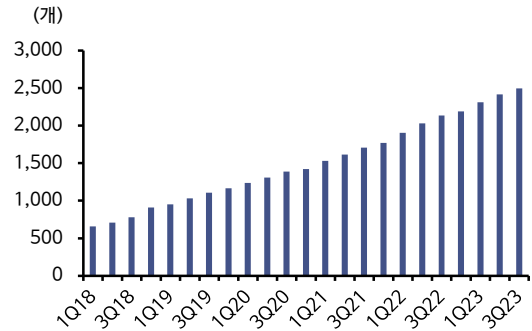
자료: 회사 자료, 신한투자증권

3Q23 글로벌 매장수 현황

국가	상업매장	직영매장	계	비고
중국	210	4	214	
미국	175	4	179	
일본	573	1	574	
베트남	47	15	62	
기타	87	-	87	20개국
계	1,092	24	1,116	

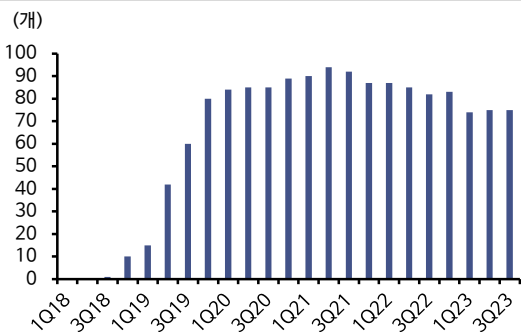
자료: 회사 자료, 신한투자증권

누적 가맹점수 추이



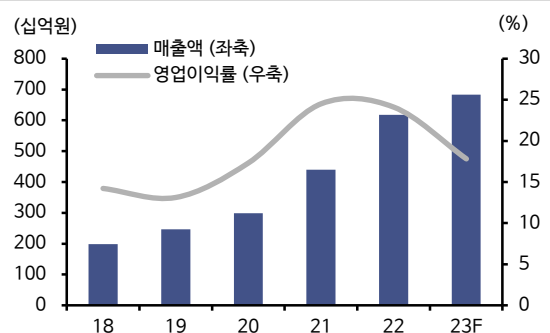
자료: 회사 자료, 신한투자증권

누적 직영점수(GDR) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연도별 매출액 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

골프존 P/E 밸류에이션

	단위	값	비고
EPS(지배순이익)	(원)	16,495	2024년 예상 EPS
Target PER	(배)	6.8	최근 4년 평균 PER 하단 적용
목표주가	(원)	110,000	
현재주가	(원)	92,600	
상승여력	(%)	18.8	

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	6.8
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 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	683.2	756.9	699.5	787.1	(2.3)	(3.8)
영업이익	121.8	126.0	153.6	185.8	(20.7)	(32.2)
순이익	75.8	103.5	115.5	136.8	(34.4)	(24.3)

자료: 전자 공시, 신한투자증권 추정

분기별 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	21	22	23F	24F
매출액	153.9	146.2	176.1	141.3	187.0	161.6	170.0	164.5	440.3	617.5	683.2	756.9
(%YoY)	55%	38%	43%	26%	22%	11%	-3%	16%	47%	40%	11%	11%
가맹	76.7	65.1	70.3	49.0	94.0	73.1	84.7	56.6	175.3	261.1	308.4	348.0
비가맹	25.1	23.3	26.2	22.7	25.7	25.3	27.3	23.8	88.7	97.3	102.2	106.8
GDR	29.4	32.5	35.6	28.0	33.7	24.2	13.2	26.7	94.5	125.5	97.9	76.1
해외	10.8	13.3	23.9	27.7	16.5	21.8	24.9	39.4	51.9	75.7	102.5	138.3
기타	11.9	12.0	20.1	13.9	17.1	17.2	19.9	17.9	30.0	57.9	72.2	87.7
영업이익	50.7	45.6	44.9	7.4	41.5	30.8	27.5	21.9	107.7	148.7	121.8	126.0
영업이익률	33%	31%	26%	5%	22%	19%	16%	13%	24%	24%	18%	17%
당기순이익	39.1	35.9	36.8	1.9	33.6	15.8	22.8	3.6	76.3	113.7	75.8	103.5
순이익률	25%	25%	21%	1%	18%	10%	13%	2%	17%	18%	11%	14%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	483.6	589.5	608.3	673.5	759.7
유동자산	242.4	306.7	313.1	356.8	393.2
현금및현금성자산	69.0	88.4	77.8	101.5	115.2
매출채권	23.2	32.1	41.4	52.8	64.5
재고자산	25.2	47.8	52.9	58.6	65.9
비유동자산	241.2	282.8	295.3	316.7	366.5
유형자산	114.3	128.1	110.9	117.7	136.2
무형자산	20.8	52.8	45.9	40.3	35.9
투자자산	0.1	0.5	37.2	57.4	93.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	191.7	216.4	189.1	180.4	182.8
유동부채	130.2	157.2	128.1	117.3	117.1
단기차입금	0.0	6.7	6.7	6.7	6.7
매입채무	7.5	18.4	20.4	22.6	25.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	61.5	59.2	61.0	63.1	65.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	47.7	41.9	41.9	41.9	41.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	291.9	373.2	419.2	493.2	576.9
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	352.2	428.2	514.1
지배주주지분	287.8	362.0	409.4	485.4	571.3
비지배주주지분	4.1	11.2	9.8	7.8	5.6
*총차입금	66.0	67.8	69.9	72.2	75.1
*순차입금(순현금)	(115.3)	(135.8)	(123.2)	(144.8)	(155.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	136.1	133.9	72.5	94.8	101.5
당기순이익	76.4	111.6	73.6	101.5	111.4
유형자산상각비	34.3	37.8	39.5	20.0	10.2
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)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전차본변동	4.7	(24.1)	(45.7)	(30.5)	(22.6)
(법인세납부)	(14.3)	(35.9)	(49.1)	(25.4)	(27.8)
기타	33.6	41.5	49.9	26.3	28.6
투자활동으로인한현금흐름	(63.7)	(59.9)	(59.9)	(48.0)	(65.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.5)	(29.6)	(22.3)	(26.8)	(28.6)
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	(36.6)	(20.2)	(35.8)
기타	(50.3)	(29.3)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
FCF	127.1	100.4	49.1	66.4	70.6
재무활동으로인한현금흐름	(29.6)	(53.8)	(25.5)	(25.3)	(24.7)
차입금의증가(감소)	0.0	(0.5)	2.0	2.3	2.9
자기주식의처분(취득)	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(15.7)	(22.0)	(27.6)	(27.6)	(27.6)
기타	(13.9)	(51.3)	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	2.3	2.3	2.3
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.1	(0.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	43.8	19.4	(10.6)	23.8	13.7
기초현금	25.2	69.0	88.4	77.8	101.5
기말현금	69.0	88.4	77.8	101.5	115.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

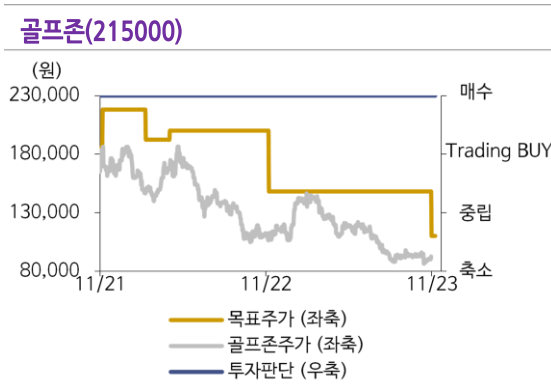
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	440.3	617.5	683.2	756.9	850.5
증감률 (%)	47.5	40.2	10.6	10.8	12.4
매출원가	155.0	253.8	318.3	361.6	409.7
매출총이익	285.3	363.7	364.9	395.3	440.8
매출총이익률 (%)	64.8	58.9	53.4	52.2	51.8
판매관리비	177.7	215.0	243.1	269.3	302.6
영업이익	107.7	148.7	121.8	126.0	138.2
증감률 (%)	108.8	38.1	(18.1)	3.5	9.7
영업이익률 (%)	24.5	24.1	17.8	16.6	16.2
영업외손익	(3.9)	(0.5)	0.9	0.9	1.1
금융손익	(0.3)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.8)
기타영업외손익	(3.6)	0.4	1.8	1.8	1.8
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	103.8	148.1	122.7	126.9	139.2
법인세비용	27.3	36.6	49.1	25.4	27.8
계속사업이익	76.4	111.6	73.6	101.5	111.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.4	111.6	73.6	101.5	111.4
증감률 (%)	103.9	45.9	(34.0)	37.9	9.7
순이익률 (%)	17.4	18.1	10.8	13.4	13.1
(지배주주)당기순이익	76.3	113.7	75.1	103.5	113.5
(비지배주주)당기순이익	0.1	(2.2)	(1.4)	(2.0)	(2.2)
총포괄이익	78.0	110.7	73.6	101.5	111.4
(지배주주)총포괄이익	77.5	113.5	75.5	104.1	114.2
(비지배주주)총포괄이익	0.5	(2.8)	(1.9)	(2.6)	(2.8)
EBITDA	144.8	190.7	168.2	151.6	152.7
증감률 (%)	71.2	31.7	(11.8)	(9.9)	0.8
EBITDA 이익률 (%)	32.9	30.9	24.6	20.0	18.0

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	12,181	17,777	11,733	16,180	17,746
EPS (지배순이익, 원)	12,161	18,123	11,961	16,495	18,092
BPS (자본총계, 원)	46,515	59,464	66,802	78,587	91,938
BPS (지배지분, 원)	45,869	57,682	65,248	77,348	91,044
DPS (원)	3,500	4,500	4,500	4,500	4,500
PER (당기순이익, 배)	14.3	6.3	7.9	5.7	5.2
PER (지배순이익, 배)	14.4	6.2	7.7	5.6	5.1
PBR (자본총계, 배)	3.8	1.9	1.4	1.2	1.0
PBR (지배지분, 배)	3.8	2.0	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	6.8	3.1	2.8	2.9	2.8
배당성향 (%)	28.8	24.3	36.7	26.6	24.3
배당수익률 (%)	2.0	4.0	4.9	4.9	4.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	32.9	30.9	24.6	20.0	18.0
영업이익률 (%)	24.5	24.1	17.8	16.6	16.2
순이익률 (%)	17.4	18.1	10.8	13.4	13.1
ROA (%)	18.0	20.8	12.3	15.8	15.5
ROE (지배순이익, %)	29.8	35.0	19.5	23.1	21.5
ROIC (%)	79.3	95.7	44.0	51.6	47.6
안정성					
부채비율 (%)	65.7	58.0	45.1	36.6	31.7
순차입금비율 (%)	(39.5)	(36.4)	(29.4)	(29.4)	(27.0)
현금비율 (%)	53.0	56.2	60.7	86.5	98.4
이자보상배율 (배)	72.1	79.1	63.0	63.1	66.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(11.4)	(16.2)	(316.2)	19.6	12.5
재고자산회수기간 (일)	14.8	21.6	26.9	26.9	26.7
매출채권회수기간 (일)	16.5	16.4	19.6	22.7	25.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 08월 13일	매수	185,000	(19.7)	(0.8)
2021년 11월 22일	매수	218,000	(22.5)	(14.6)
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 (2023년 11월 14일 기준)

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