

# 골프존 (2150004. KQ)

|       |                         |
|-------|-------------------------|
| 투자 의견 | <b>BUY</b> (유지)         |
| 목표주가  | <b>170,000</b> 원(유지)    |
| 현재주가  | <b>109,600</b> 원(04/25) |
| 시가총액  | <b>687.8</b> (십억원)      |

## 1Q23 Review: 라운드 수 최고치 갱신

Analyst 박중선\_02)368-6076\_jongsun.park@eugenefn.com

- 1Q23 Review:** 매출액 1,870억원, 영업이익 415억원으로 전년동기 대비 매출액은 21.5% 증가하고, 영업이익은 18.2% 감소하였음. 시장 기대치 대비 매출액은 유사하였지만, 영업이익은 하회하였음. 매출액이 증가한 것은 ① 가맹, 비가맹, GDR, 해외 사업 등에서 하드웨어 판매가 증가하면서 전년동기 대비 각각 22.6%, 2.4%, 14.8%, 58.9% 증가하였고, ② 종속회사인 골프존데카 등의 실적이 반영되었기 때문임. 특히 가맹점 및 스크린 골퍼 가입자의 증가로 전년동기 대비 라운드 수가 10.3% 증가한 2,437만회를 기록한 것도 긍정적.
- 2Q23 Preview:** 당사 추정 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 1,691억원, 영업이익 448억원으로 전년동기 대비 매출액은 15.7% 증가하고, 영업이익은 1.8% 감소할 것으로 예상함
- 목표주가 170,000원, 투자 의견 BUY 유지:** 현재 주가는 동사의 2023년 당사 추정 기준 PER은 5.8배로, 국내 유사 및 동종업체(크리스에프앤씨, 아난티, 강원랜드 등) 평균 PER 7.0배 대비 할인되어 거래 중임

|             |         |
|-------------|---------|
| 주가(원, 4/25) | 109,600 |
| 시가총액(십억원)   | 688     |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 6,275천주  |
| 52주 최고가      | 188,700원 |
| 최저가          | 100,000원 |
| 52주 일간 Beta  | 0.80     |
| 60일 일평균거래대금  | 57억원     |
| 외국인 지분율      | 17.1%    |
| 배당수익률(2020F) | 4.1%     |

|                  |       |
|------------------|-------|
| 주주구성             |       |
| 골프존뉴딘홀딩스 (외 12인) | 38.7% |
| KB자산운용 (외 1인)    | 13.4% |

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
| 주가상승 | 1M     | 6M     | 12M    |
| 상대기준 | -13.9% | -26.0% | -25.4% |
| 절대기준 | -12.1% | -4.2%  | -32.2% |

|          |         |         |    |
|----------|---------|---------|----|
|          | 현재      | 직전      | 변동 |
| 투자 의견    | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 170,000 | 170,000 | -  |
| 영업이익(23) | 166.5   | 178.6   | ▼  |
| 영업이익(24) | 205.4   | 201.1   | ▲  |

| 12월 결산(십억원)  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 440.3  | 617.5  | 731.5  | 818.0  |
| 영업이익         | 107.7  | 148.7  | 166.5  | 205.4  |
| 세전손익         | 103.8  | 148.1  | 152.5  | 185.2  |
| 당기순이익        | 76.4   | 111.6  | 114.3  | 138.6  |
| EPS(원)       | 12,161 | 18,123 | 18,781 | 22,814 |
| 증감률(%)       | 99.4   | 49.0   | 3.6    | 21.5   |
| PER(배)       | 14.4   | 6.2    | 5.8    | 4.8    |
| ROE(%)       | 29.8   | 35.0   | 29.6   | 29.1   |
| PBR(배)       | 3.8    | 2.0    | 1.6    | 1.3    |
| EV/EBITDA(배) | 7.5    | 3.6    | 2.8    | 2.0    |

자료: 유진투자증권



## I. 1Q23 Review & 투자전략

### 1Q23 Review: 시장 기대치 하회

최근(4/24) 발표한 동사의 1분기 잠정실적(연결기준)은 매출액 1,870억원, 영업이익 415 억원으로 전년동기 대비 매출액은 21.5% 증가하고, 영업이익은 18.2% 감소하였음. 시장 기대치(매출액 1,807 억원, 영업이익 511 억원) 대비 매출액은 유사하였지만, 영업이익은 하회하였음.

매출액이 증가한 것은 ① 가맹, 비가맹, GDR, 해외 사업 등에서 하드웨어 판매가 증가하면서 전년동기 대비 각각 22.6%, 2.4%, 14.8%, 58.9% 증가하였고, ② 종속회사인 골프존데카 등의 실적이 반영되었기 때문임. 특히 가맹점 및 스크린 골퍼 가입자의 증가로 전년동기 대비 라운드 수가 10.3% 증가한 2.437 만회를 기록한 것도 긍정적임.

다만 영업이익률이 전년동기대비 10.8%p 하락한 것은 수익성이 낮은 하드웨어 판매 비중의 증가 및 해외(미국, 중국) 직영점 고정비 등이 반영되었기 때문임.

### 2Q23 Preview

당사 추정 2 분기 예상실적(연결기준)은 매출액 1,691 억원, 영업이익 448 억원으로 전년동기 대비 매출액은 15.7% 증가하고, 영업이익은 1.8% 감소할 것으로 예상함.

### 목표주가 및 투자의견 BUY 유지

목표주가는 기존 170,000 원을 유지하고, 55.1%의 상승여력(괴리율 35.5%)을 보유하고 있어 투자의견 BUY 를 유지함. 현재 주가는 동사의 2023 년 당사 추정 기준 PER 은 5.8 배로, 국내 유사 및 동종업체(크리스에프앤씨, 아난티, 강원랜드 등) 평균 PER 7.0 배 대비 할인되어 거래 중임.

도표 1. 1Q23 Review

| (단위: 십억원,<br>%, %p) | 1Q23P  |           |       |        |       | 2Q23E  |      |       | 2022   |        | 2023E |        | 2024E |  |
|---------------------|--------|-----------|-------|--------|-------|--------|------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|--|
|                     | 실적발표   | 당사<br>예상치 | 차이    | 컨센서스   | 차이    | 예상치    | qoq  | yoy   | 2022   | 예상치    | yoy   | 예상치    | yoy   |  |
| 매출액                 | 187.0  | 170.7     | 9.5   | 180.7  | 3.5   | 169.1  | -9.6 | 15.7  | 617.5  | 731.5  | 18.5  | 818.0  | 11.8  |  |
| 영업이익                | 41.5   | 53.0      | -21.8 | 51.1   | -18.9 | 44.8   | 8.1  | -1.8  | 148.7  | 166.5  | 12.0  | 205.4  | 23.4  |  |
| 세전이익                | 39.3   | 54.6      | -28.1 | 52.0   | -24.5 | 41.7   | 6.2  | -10.2 | 148.1  | 152.5  | 3.0   | 185.2  | 21.4  |  |
| 순이익                 | 29.4   | 41.2      | -28.5 | 41.2   | -28.6 | 31.3   | 6.4  | -11.2 | 111.6  | 114.3  | 2.4   | 138.6  | 21.3  |  |
| 영업이익률               | 22.2   | 31.0      | -8.9  | 28.3   | -6.1  | 26.5   | 4.3  | -4.7  | 24.1   | 22.8   | -1.3  | 25.1   | 2.3   |  |
| 순이익률                | 15.7   | 24.1      | -8.4  | 22.8   | -7.1  | 18.5   | 2.8  | -5.6  | 18.1   | 15.6   | -2.4  | 16.9   | 1.3   |  |
| EPS(원)              | 19,307 | 26,611    | -27.4 | 25,082 | -23.0 | 20,535 | 6.4  | -10.2 | 18,123 | 18,781 | 3.6   | 22,814 | 21.5  |  |
| BPS(원)              | 55,221 | 58,432    | -5.5  | 42,510 | 29.9  | 60,355 | 9.3  | 10.2  | 57,682 | 69,176 | 19.9  | 87,490 | 26.5  |  |
| ROE(%)              | 35.0   | 45.5      | -10.6 | 59.0   | -24.0 | 34.0   | -0.9 | -7.7  | 35.0   | 29.6   | -5.4  | 29.1   | -0.5  |  |
| PER(X)              | 5.7    | 4.1       | -     | 4.4    | -     | 5.3    | -    | -     | 6.2    | 5.8    | -     | 4.8    | -     |  |
| PBR(X)              | 2.0    | 1.9       | -     | 2.6    | -     | 1.8    | -    | -     | 2.0    | 1.6    | -     | 1.3    | -     |  |

자료: 골프존, 유진투자증권  
주: EPS 는 annualized 기준



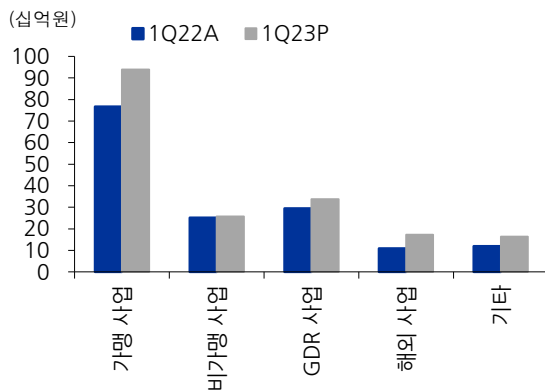
## II. 실적 추이 및 전망

도표 2. 1Q23 잠정실적(연결기준): 매출 +21.5%yoy, 영업이익 -18.2%yoy

| (십억원, %, %p)        | 1Q23P        |             |             | 1Q22A        | 4Q22A        |
|---------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|                     | 실적           | yoy(%,%p)   | qoq(%,%p)   | 실적           | 실적           |
| <b>매출액</b>          | <b>187.0</b> | <b>21.5</b> | <b>32.3</b> | <b>153.9</b> | <b>141.3</b> |
| <b>제품별 매출액(십억원)</b> |              |             |             |              |              |
| 가맹사업                | 94.0         | 22.6        | 91.8        | 76.7         | 49.0         |
| 비가맹사업               | 25.7         | 2.4         | 13.1        | 25.1         | 22.7         |
| GDR 사업              | 33.7         | 14.8        | 20.5        | 29.4         | 28.0         |
| 해외사업                | 17.2         | 58.9        | -38.0       | 10.8         | 27.7         |
| 기타                  | 16.4         | 37.6        | 17.8        | 11.9         | 13.9         |
| <b>제품별 비중(%)</b>    |              |             |             |              |              |
| 가맹사업                | 50.2         | 0.4         | 15.6        | 49.8         | 34.7         |
| 비가맹사업               | 13.7         | -2.6        | -2.3        | 16.3         | 16.1         |
| GDR 사업              | 18.0         | -1.1        | -1.8        | 19.1         | 19.8         |
| 해외사업                | 9.2          | 2.2         | -10.4       | 7.0          | 19.6         |
| 기타                  | 8.8          | 1.0         | -1.1        | 7.7          | 9.8          |
| <b>이익</b>           |              |             |             |              |              |
| 매출원가                | 87.4         | 50.2        | 37.1        | 58.2         | 63.7         |
| 매출총이익               | 99.6         | 4.1         | 28.4        | 95.7         | 77.6         |
| 판매관리비               | 58.2         | 29.3        | -17.1       | 45.0         | 70.2         |
| 영업이익                | 41.5         | -18.2       | 457.1       | 50.7         | 7.4          |
| 세전이익                | 39.3         | -23.0       | 1,416.5     | 51.0         | 2.6          |
| 당기순이익               | 29.4         | -22.6       | 1,510.2     | 38.0         | 1.8          |
| 지배기업 당기순이익          | 30.3         | -22.6       | 1,460.5     | 39.1         | 1.9          |
| <b>이익률(%)</b>       |              |             |             |              |              |
| 매출원가률               | 46.7         | 8.9         | 1.6         | 37.8         | 45.1         |
| 매출총이익률              | 53.3         | -8.9        | -1.6        | 62.2         | 54.9         |
| 판매관리비율              | 31.1         | 1.9         | -18.5       | 29.2         | 49.6         |
| 영업이익률               | 22.2         | -10.8       | 16.9        | 33.0         | 5.3          |
| 경상이익률               | 21.0         | -12.1       | 19.2        | 33.1         | 1.8          |
| 당기순이익률              | 15.7         | -9.0        | 14.4        | 24.7         | 1.3          |
| 지배기업당기순이익률          | 16.2         | -9.2        | 14.8        | 25.4         | 1.4          |

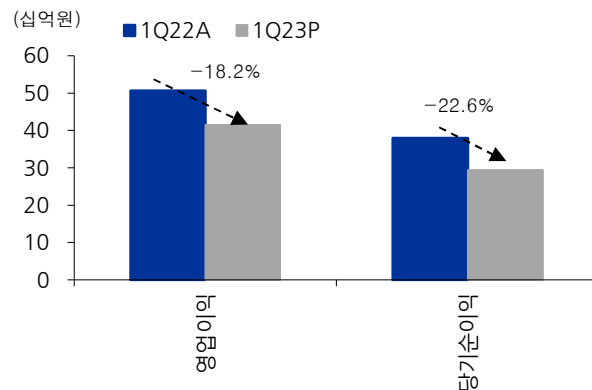
자료: 유진투자증권

도표 3. 전년동기 대비 전 사업 부문 실적 증가



자료: 유진투자증권

도표 4. 전년동기 대비 수익성 큰 폭 상승



자료: 유진투자증권

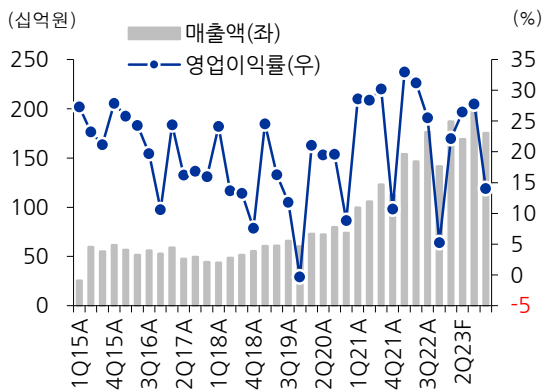


도표 5. 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원,%)             | 1Q21        | 2Q21         | 3Q21         | 4Q21         | 1Q22         | 2Q22         | 3Q22         | 4Q22         | 1Q23P        | 2Q23F        | 3Q23F        | 4Q23F        |
|---------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>99.4</b> | <b>105.8</b> | <b>123.1</b> | <b>112.1</b> | <b>153.9</b> | <b>146.2</b> | <b>176.1</b> | <b>141.3</b> | <b>187.0</b> | <b>169.1</b> | <b>200.1</b> | <b>175.3</b> |
| (yoy 증가율)           | 36.6        | 46.5         | 54.6         | 51.5         | 54.8         | 38.2         | 43.1         | 26.1         | 21.5         | 15.7         | 13.6         | 24.1         |
| (qoq 증가율)           | 34.4        | 6.4          | 16.3         | -8.9         | 37.3         | -5.0         | 20.4         | -19.7        | 32.3         | -9.6         | 18.3         | -12.4        |
| <b>제품별 매출액(십억원)</b> |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 가맹사업                | 43.2        | 44.4         | 50.5         | 37.2         | 76.7         | 65.1         | 70.3         | 49.0         | 94.0         | 77.8         | 83.7         | 60.4         |
| 비가맹사업               | 19.8        | 21.9         | 23.8         | 23.2         | 25.1         | 23.3         | 26.2         | 22.7         | 25.7         | 25.7         | 26.9         | 26.0         |
| GDR 사업              | 21.2        | 22.9         | 24.7         | 25.7         | 29.4         | 32.5         | 35.6         | 28.0         | 33.7         | 33.8         | 33.2         | 32.7         |
| 해외사업                | 9.4         | 9.4          | 15.5         | 17.6         | 10.8         | 13.3         | 23.9         | 27.7         | 17.2         | 19.4         | 35.4         | 41.8         |
| 기타                  | 5.8         | 7.3          | 8.5          | 8.4          | 11.9         | 12.0         | 20.1         | 13.9         | 16.4         | 12.4         | 20.8         | 14.5         |
| <b>제품별 비중(%)</b>    |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 가맹사업                | 43.5        | 42.0         | 41.1         | 33.2         | 49.8         | 44.5         | 39.9         | 34.7         | 34.7         | 50.2         | 46.0         | 41.8         |
| 비가맹사업               | 19.9        | 20.7         | 19.3         | 20.7         | 16.3         | 16.0         | 14.9         | 16.1         | 16.1         | 13.7         | 15.2         | 13.4         |
| GDR 사업              | 21.3        | 21.6         | 20.1         | 22.9         | 19.1         | 22.2         | 20.2         | 19.8         | 19.8         | 18.0         | 20.0         | 16.6         |
| 해외사업                | 9.4         | 8.8          | 12.6         | 15.7         | 7.0          | 9.1          | 13.6         | 19.6         | 19.6         | 9.2          | 11.4         | 17.7         |
| 기타                  | 5.9         | 6.9          | 6.9          | 7.5          | 7.7          | 8.2          | 11.4         | 9.8          | 9.8          | 8.8          | 7.4          | 10.4         |
| <b>수익</b>           |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출원가                | 35.6        | 36.6         | 43.5         | 39.4         | 58.2         | 53.9         | 78.0         | 63.7         | 87.4         | 68.0         | 80.3         | 69.6         |
| 매출총이익               | 63.8        | 69.2         | 79.6         | 72.7         | 95.7         | 92.3         | 98.1         | 77.6         | 99.6         | 101.2        | 119.7        | 105.8        |
| 판매관리비               | 35.4        | 39.2         | 42.4         | 60.7         | 45.0         | 46.7         | 53.2         | 70.2         | 58.2         | 56.4         | 64.1         | 81.2         |
| 영업이익                | 28.4        | 30.0         | 37.2         | 12.0         | 50.7         | 45.6         | 44.9         | 7.4          | 41.5         | 44.8         | 55.6         | 24.6         |
| 세전이익                | 28.4        | 29.7         | 37.5         | 8.1          | 51.0         | 46.4         | 48.1         | 2.6          | 39.3         | 41.7         | 50.4         | 21.2         |
| 당기순이익               | 21.3        | 22.3         | 29.0         | 3.8          | 38.0         | 35.2         | 36.5         | 1.8          | 29.4         | 31.3         | 37.7         | 15.8         |
| 지배기업 당기순이익          | 21.9        | 22.9         | 28.7         | 2.8          | 39.1         | 35.9         | 36.8         | 1.9          | 30.3         | 32.2         | 38.9         | 16.4         |
| <b>이익률(%)</b>       |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출원가율               | 35.8        | 34.6         | 35.3         | 35.1         | 37.8         | 36.9         | 44.3         | 45.1         | 46.7         | 40.2         | 40.2         | 39.7         |
| 매출총이익률              | 64.2        | 65.4         | 64.7         | 64.9         | 62.2         | 63.1         | 55.7         | 54.9         | 53.3         | 59.8         | 59.8         | 60.3         |
| 판매관리비율              | 35.6        | 37.0         | 34.5         | 54.1         | 29.2         | 31.9         | 30.2         | 49.6         | 31.1         | 33.3         | 32.1         | 46.3         |
| 영업이익률               | 28.6        | 28.4         | 30.2         | 10.7         | 33.0         | 31.2         | 25.5         | 5.3          | 22.2         | 26.5         | 27.8         | 14.0         |
| 세전이익률               | 28.5        | 28.1         | 30.5         | 7.3          | 33.1         | 31.8         | 27.3         | 1.8          | 21.0         | 24.7         | 25.2         | 12.1         |
| 당기순이익률              | 21.5        | 21.1         | 23.5         | 3.4          | 24.7         | 24.1         | 20.7         | 1.3          | 15.7         | 18.5         | 18.9         | 9.0          |
| 지배기업당기순이익률          | 22.0        | 21.7         | 23.3         | 2.5          | 25.4         | 24.5         | 20.9         | 1.4          | 16.2         | 19.0         | 19.5         | 9.4          |

자료: 유진투자증권

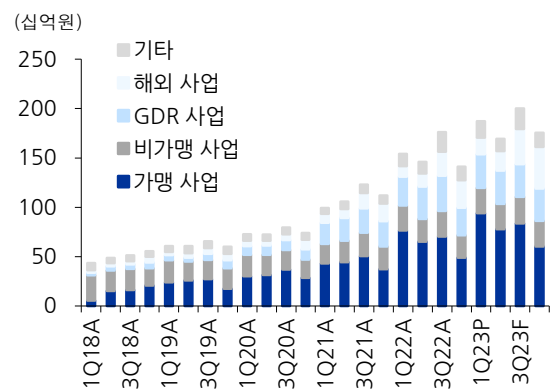
도표 6. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

도표 8. 연간 실적 추이 및 전망

도표 7. 분기별 주요 사업별 매출 추이 및 전망



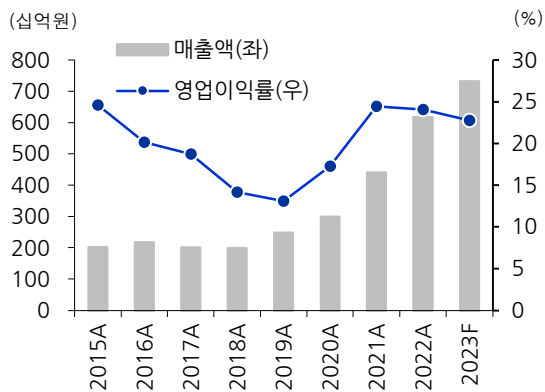
자료: 유진투자증권



| (십억원,%)       | 2015A        | 2016A        | 2017A        | 2018A        | 2019A        | 2020A        | 2021A        | 2022A        | 2023F        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>201.6</b> | <b>217.0</b> | <b>200.1</b> | <b>198.7</b> | <b>247.0</b> | <b>298.5</b> | <b>440.3</b> | <b>617.5</b> | <b>731.5</b> |
| (증가율)         |              | 7.6          | -7.8         | -0.7         | 24.3         | 20.9         | 47.5         | 40.2         | 18.5         |
| 제품별 매출액(십억원)  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 가맹사업          |              |              |              | 57.2         | 94.4         | 126.9        | 175.3        | 261.0        | 315.9        |
| 비가맹사업         |              |              |              | 85.3         | 81.9         | 80.6         | 88.7         | 97.3         | 104.3        |
| GDR 사업        |              |              |              | 17.6         | 23.5         | 38.5         | 94.4         | 125.5        | 133.4        |
| 해외사업          |              |              |              | 14.9         | 20.1         | 26.2         | 51.9         | 75.7         | 113.8        |
| 기타            |              |              |              | 23.6         | 27.2         | 26.3         | 30.0         | 57.9         | 64.1         |
| 제품별 비중(%)     |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 가맹사업          |              |              |              | 28.8         | 38.2         | 42.5         | 39.8         | 42.3         | 43.2         |
| 비가맹사업         |              |              |              | 42.9         | 33.2         | 27.0         | 20.1         | 15.8         | 14.3         |
| GDR 사업        |              |              |              | 8.9          | 9.5          | 12.9         | 21.4         | 20.3         | 18.2         |
| 해외사업          |              |              |              | 7.5          | 8.1          | 8.8          | 11.8         | 12.3         | 15.6         |
| 기타            |              |              |              | 11.9         | 11.0         | 8.8          | 6.8          | 9.4          | 8.8          |
| <b>수익</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출원가          | 80.6         | 75.4         | 69.0         | 77.6         | 93.9         | 111.9        | 155.0        | 253.8        | 305.2        |
| 매출총이익         | 120.9        | 141.6        | 131.1        | 121.1        | 153.2        | 186.6        | 285.3        | 363.7        | 426.3        |
| 판매관리비         | 71.4         | 97.8         | 93.6         | 93.0         | 120.9        | 135.1        | 177.7        | 215.0        | 259.8        |
| 영업이익          | 49.6         | 43.7         | 37.5         | 28.2         | 32.3         | 51.6         | 107.7        | 148.7        | 166.5        |
| 세전이익          | 45.7         | 42.3         | 50.7         | 26.4         | 29.9         | 48.7         | 103.8        | 148.1        | 152.5        |
| 당기순이익         | 36.5         | 36.5         | 79.4         | 20.4         | 16.2         | 37.5         | 76.4         | 111.6        | 114.3        |
| 지배기업 당기순이익    | 36.5         | 36.5         | 79.3         | 20.4         | 16.2         | 38.3         | 76.3         | 113.7        | 117.9        |
| <b>이익률(%)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출원가율         | 40.0         | 34.7         | 34.5         | 39.0         | 38.0         | 37.5         | 35.2         | 41.1         | 41.7         |
| 매출총이익률        | 60.0         | 65.3         | 65.5         | 61.0         | 아            | 62.5         | 64.8         | 58.9         | 58.3         |
| 판매관리비율        | 35.4         | 45.1         | 46.8         | 46.8         | 48.9         | 45.2         | 40.3         | 34.8         | 35.5         |
| 영업이익률         | 24.6         | 20.2         | 18.7         | 14.2         | 13.1         | 17.3         | 24.5         | 24.1         | 22.8         |
| 경상이익률         | 22.7         | 19.5         | 25.4         | 13.3         | 12.1         | 16.3         | 23.6         | 24.0         | 20.9         |
| 당기순이익률        | 18.1         | 16.8         | 39.7         | 10.3         | 6.6          | 12.6         | 17.4         | 18.1         | 15.6         |
| 지배기업 당기순이익률   | 18.1         | 16.8         | 39.6         | 10.3         | 6.6          | 12.8         | 17.3         | 18.4         | 16.1         |

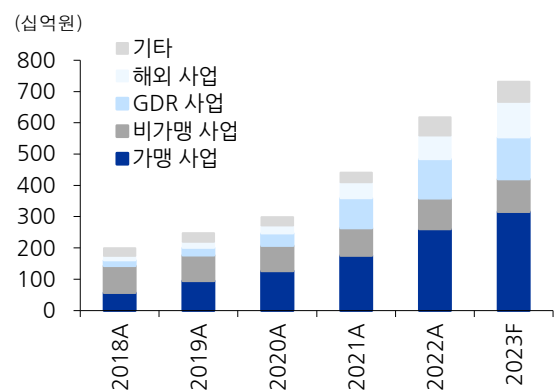
자료: 유진투자증권

도표 9. 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 10. 연간 주요 사업별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



### III. Valuation

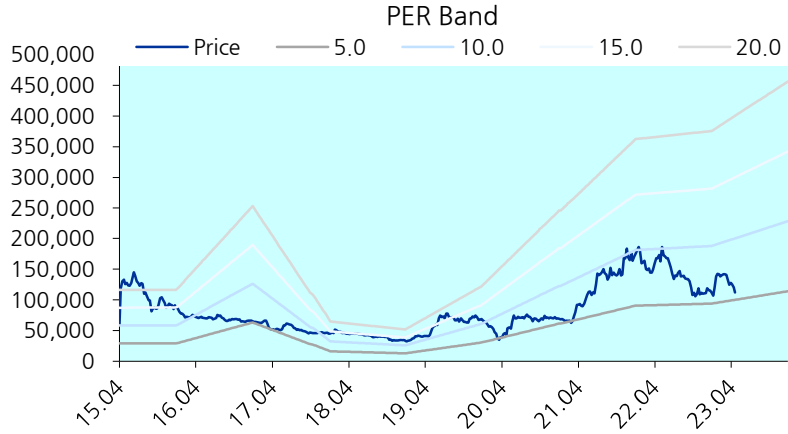
도표 1. 국내 동종 및 유사업체 Peer Group 비교

|              | 골프존     | 평균   | 브이씨   | 크리스에프앤씨 | 까스텔바작 | 아난티     | 강원랜드    |
|--------------|---------|------|-------|---------|-------|---------|---------|
| 주가(원)        | 109,600 |      | 6,020 | 18,250  | 8,110 | 6,740   | 18,930  |
| 시가총액(십억원)    | 687.8   |      | 44.0  | 213.8   | 53.7  | 589.9   | 4,049.9 |
| PER(배)       |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 14.4    | 27.6 | -     | 7.6     | -     | 47.6    | -       |
| FY22A        | 6.2     | 27.7 | 40.3  | 9.0     | -     | 18.5    | 42.9    |
| FY23F        | 5.8     | 7.0  | -     | 3.4     | -     | 3.3     | 14.4    |
| FY24F        | 4.8     | 7.6  | -     | 3.1     | -     | 6.5     | 13.2    |
| PBR(배)       |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 3.8     | 1.6  | -     | 1.6     | 1.0   | 2.4     | 1.5     |
| FY22A        | 2.0     | 1.0  | 1.2   | 0.7     | 0.6   | 1.1     | 1.4     |
| FY23F        | 1.6     | 0.8  | -     | 0.5     | -     | 0.9     | 1.1     |
| FY24F        | 1.3     | 0.8  | -     | 0.4     | -     | 0.8     | 1.0     |
| 매출액(십억원)     |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 440.3   |      | 53.7  | 375.9   | 74.7  | 219.8   | 788.4   |
| FY22A        | 617.5   |      | 54.3  | 380.9   | 61.8  | 325.4   | 1,270.7 |
| FY23F        | 731.5   |      | -     | 397.5   | -     | 1,136.9 | 1,527.8 |
| FY24F        | 818.0   |      | -     | 417.9   | -     | 492.0   | 1,623.6 |
| 영업이익(십억)     |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 107.7   |      | 8.4   | 87.1    | -4.3  | 59.7    | -52.7   |
| FY22A        | 148.7   |      | 1.3   | 78.5    | -9.4  | 115.2   | 217.6   |
| FY23F        | 166.5   |      | -     | 84.5    | -     | 352.8   | 381.0   |
| FY24F        | 205.4   |      | -     | 93.2    | -     | 145.5   | 420.1   |
| 영업이익률(%)     |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 24.5    | 10.7 | 15.7  | 23.2    | -5.8  | 27.2    | -6.7    |
| FY22A        | 24.1    | 12.1 | 2.3   | 20.6    | -15.2 | 35.4    | 17.1    |
| FY23F        | 22.8    | 25.7 | -     | 21.3    | -     | 31.0    | 24.9    |
| FY24F        | 25.1    | 25.9 | -     | 22.3    | -     | 29.6    | 25.9    |
| 순이익(십억원)     |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 76.4    |      | 7.1   | 68.1    | -6.7  | 16.7    | -10.6   |
| FY22A        | 111.6   |      | 1.3   | 26.4    | -9.3  | 34.0    | 115.6   |
| FY23F        | 114.3   |      | -     | 63.0    | -     | 269.0   | 281.9   |
| FY24F        | 138.6   |      | -     | 68.1    | -     | 105.0   | 308.1   |
| EV/EBITDA(배) |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 7.5     | 29.4 | -     | 4.7     | -     | 17.2    | 66.4    |
| FY22A        | 3.6     | 12.9 | 18.2  | 7.2     | -     | 8.8     | 17.5    |
| FY23F        | 2.8     | 2.9  | -     | 0.9     | -     | 2.1     | 5.9     |
| FY24F        | 2.0     | 3.4  | -     | 0.2     | -     | 4.8     | 5.1     |
| ROE(%)       |         |      |       |         |       |         |         |
| FY21A        | 29.8    | 9.6  | 28.0  | 25.0    | -8.9  | 4.4     | -0.3    |
| FY22A        | 35.0    | 1.7  | 3.1   | 8.5     | -14.2 | 7.5     | 3.5     |
| FY23F        | 29.6    | 23.6 | -     | 18.1    | -     | 44.9    | 7.9     |
| FY24F        | 14.4    | 13.0 | -     | 16.5    | -     | 14.2    | 8.4     |

참고: 2023.04.25 종가 기준, 컨센서스 적용. 골프존은 당사 추정 자료: QuantWise, 유진투자증권

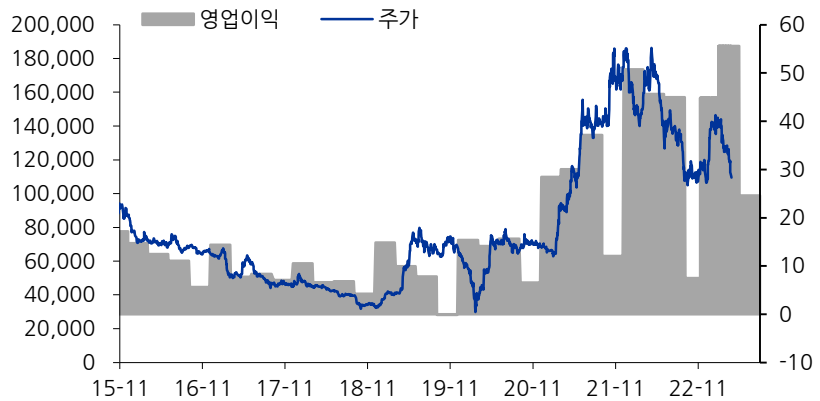


도표 2. PER Historical Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 분기 영업이익 추이 및 주가 차트



자료: 유진투자증권

도표 4. 당사 목표주가 및 주가 차트



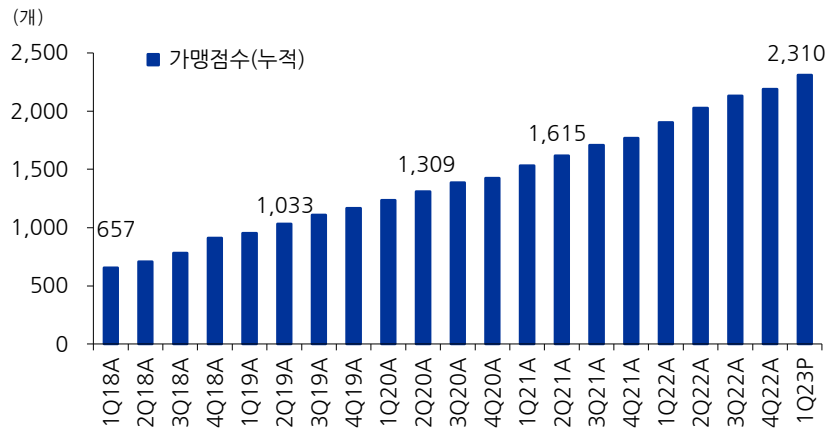
자료: 유진투자증권



## IV. 투자 포인트

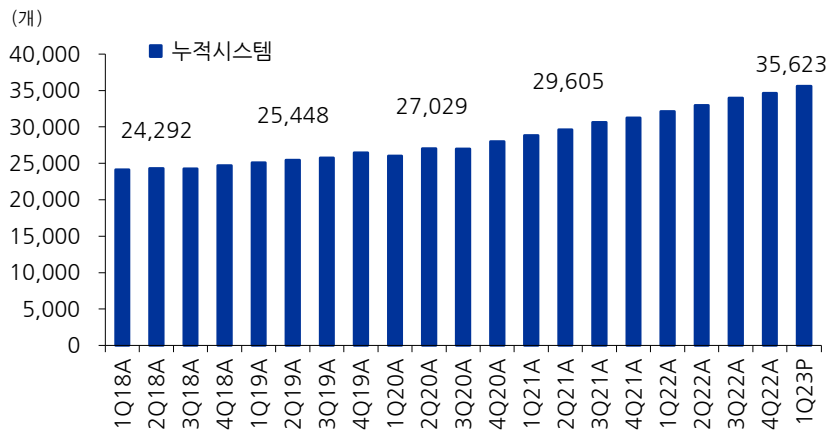
가맹점 수 증가세로 가맹 사업부문 실적 성장세 지속

도표 5. 분기별 가맹점 수 (누적)



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 6. 분기별 누적시스템 수

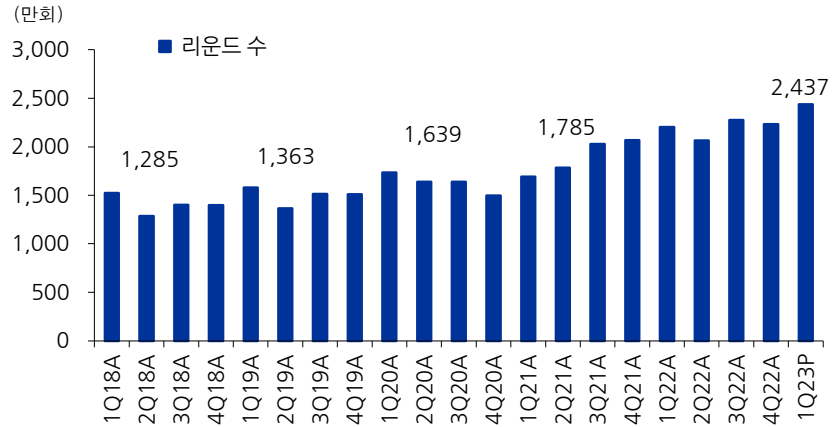


자료: IR Book, 유진투자증권



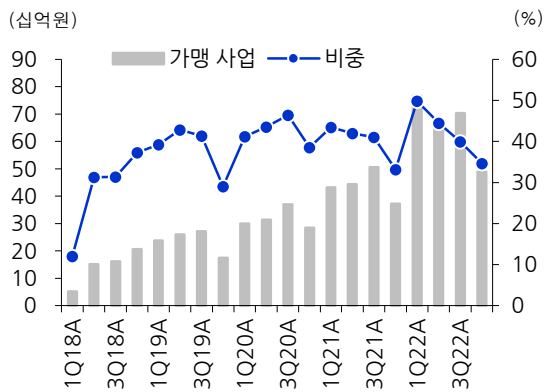


도표 7. 분기별 라운드 수 추이



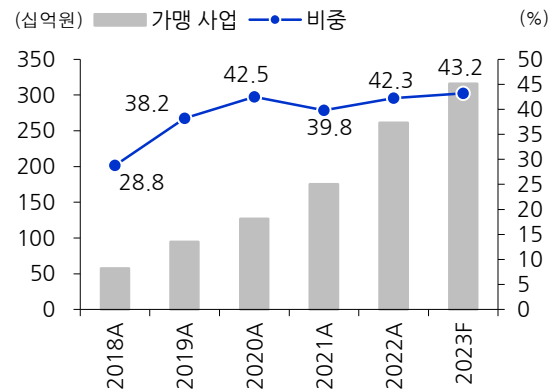
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 8. 분기별 가맹사업부문 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 9. 연간 가맹사업부문 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



## 골프존(215000.KQ) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2021A        | 2022A        | 2023F        | 2024F        | 2025F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b> | <b>483.6</b> | <b>589.5</b> | <b>672.0</b> | <b>796.2</b> | <b>941.8</b> |
| 유동자산        | 242.4        | 306.7        | 389.7        | 508.9        | 645.5        |
| 현금성자산       | 73.3         | 89.7         | 150.2        | 255.3        | 377.6        |
| 매출채권        | 26.9         | 42.5         | 57.3         | 63.9         | 70.6         |
| 재고자산        | 25.2         | 47.8         | 54.2         | 60.4         | 66.7         |
| 비유동자산       | 241.2        | 282.8        | 282.4        | 287.3        | 296.3        |
| 투자자산        | 106.1        | 101.8        | 106.0        | 110.3        | 114.7        |
| 유형자산        | 114.3        | 128.1        | 121.4        | 119.9        | 122.6        |
| 기타          | 20.8         | 52.8         | 55.0         | 57.1         | 59.0         |
| <b>부채총계</b> | <b>191.7</b> | <b>216.4</b> | <b>226.8</b> | <b>235.9</b> | <b>245.2</b> |
| 유동부채        | 130.2        | 157.2        | 167.0        | 175.6        | 184.3        |
| 매입채무        | 49.3         | 59.2         | 68.3         | 76.1         | 84.1         |
| 유동성이자부채     | 18.3         | 26.0         | 26.0         | 26.0         | 26.0         |
| 기타          | 62.6         | 72.1         | 72.8         | 73.5         | 74.3         |
| 비유동부채       | 61.5         | 59.2         | 59.7         | 60.3         | 60.9         |
| 비유동이자부채     | 47.7         | 41.9         | 41.9         | 41.9         | 41.9         |
| 기타          | 13.8         | 17.3         | 17.9         | 18.4         | 19.1         |
| <b>자본총계</b> | <b>291.9</b> | <b>373.2</b> | <b>445.3</b> | <b>560.2</b> | <b>696.6</b> |
| 지배지분        | 287.8        | 362.0        | 434.1        | 549.0        | 685.4        |
| 자본금         | 3.1          | 3.1          | 3.1          | 3.1          | 3.1          |
| 자본잉여금       | 68.8         | 68.8         | 68.8         | 68.8         | 68.8         |
| 이익잉여금       | 213.2        | 304.8        | 395.0        | 510.0        | 646.3        |
| 기타          | 2.7          | (14.8)       | (32.9)       | (32.9)       | (32.9)       |
| 비지배지분       | 4.1          | 11.2         | 11.2         | 11.2         | 11.2         |
| <b>자본총계</b> | <b>291.9</b> | <b>373.2</b> | <b>445.3</b> | <b>560.2</b> | <b>696.6</b> |
| 총차입금        | 66.0         | 67.8         | 67.8         | 67.8         | 67.8         |
| 순차입금        | (7.4)        | (21.9)       | (82.4)       | (187.5)      | (309.8)      |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2021A         | 2022A         | 2023F         | 2024F         | 2025F         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>136.1</b>  | <b>133.9</b>  | <b>133.9</b>  | <b>183.5</b>  | <b>205.5</b>  |
| 당기순이익                 | 76.4          | 111.6         | 114.3         | 138.6         | 159.2         |
| 자산상각비                 | 37.1          | 42.0          | 46.2          | 45.3          | 45.9          |
| 기타비현금성손익              | 27.8          | 32.9          | (14.0)        | 5.2           | 6.0           |
| 운전자본증감                | 4.7           | (24.1)        | (12.6)        | (5.5)         | (5.6)         |
| 매출채권감소(증가)            | (3.2)         | (0.0)         | (14.8)        | (6.6)         | (6.7)         |
| 재고자산감소(증가)            | (20.1)        | (31.3)        | (6.3)         | (6.2)         | (6.3)         |
| 매입채무증가(감소)            | 9.5           | 8.0           | 9.1           | 7.9           | 7.9           |
| 기타                    | 18.5          | (0.8)         | (0.5)         | (0.6)         | (0.6)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>(63.7)</b> | <b>(59.9)</b> | <b>(45.9)</b> | <b>(50.2)</b> | <b>(55.1)</b> |
| 단기투자자산감소              | (49.8)        | (1.1)         | (0.1)         | (0.1)         | (0.1)         |
| 장기투자증권감소              | 0.0           | 0.0           | (0.0)         | (0.0)         | (0.0)         |
| 설비투자                  | (12.5)        | (29.6)        | (35.1)        | (39.2)        | (43.9)        |
| 유형자산처분                | 1.8           | 3.3           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 무형자산처분                | (2.7)         | (4.3)         | (6.6)         | (6.6)         | (6.6)         |
| <b>재무현금</b>           | <b>(29.6)</b> | <b>(53.8)</b> | <b>(27.6)</b> | <b>(28.2)</b> | <b>(28.2)</b> |
| 차입금증가                 | (16.5)        | (19.3)        | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 자본증가                  | (15.7)        | (41.9)        | (27.6)        | (28.2)        | (28.2)        |
| 배당금지급                 | (15.7)        | (22.0)        | 27.6          | 28.2          | 28.2          |
| <b>현금 증감</b>          | <b>43.8</b>   | <b>19.4</b>   | <b>60.4</b>   | <b>105.1</b>  | <b>122.3</b>  |
| 기초현금                  | (25.2)        | (69.0)        | 88.4          | 148.9         | 253.9         |
| 기말현금                  | 69.0          | 88.4          | 148.9         | 253.9         | 376.2         |
| Gross Cash flow       | 146.2         | 194.4         | 146.5         | 189.0         | 211.1         |
| Gross Investment      | 9.3           | 82.8          | 58.4          | 55.7          | 60.6          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>136.9</b>  | <b>111.6</b>  | <b>88.1</b>   | <b>133.4</b>  | <b>150.5</b>  |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2021A         | 2022A         | 2023F         | 2024F         | 2025F         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>440.3</b>  | <b>617.5</b>  | <b>731.5</b>  | <b>818.0</b>  | <b>915.6</b>  |
| 증가율(%)        | 47.5          | 40.2          | 18.5          | 11.8          | 11.9          |
| 매출원가          | 155.0         | 253.8         | 305.2         | 326.3         | 373.2         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>285.3</b>  | <b>363.7</b>  | <b>426.3</b>  | <b>491.8</b>  | <b>542.5</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 177.7         | 215.0         | 259.8         | 286.4         | 305.4         |
| 기타영업손익        | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>영업이익</b>   | <b>107.7</b>  | <b>148.7</b>  | <b>166.5</b>  | <b>205.4</b>  | <b>237.0</b>  |
| 증가율(%)        | 108.8         | 38.1          | 12.0          | 23.4          | 15.4          |
| <b>EBITDA</b> | <b>144.8</b>  | <b>190.7</b>  | <b>212.7</b>  | <b>250.6</b>  | <b>282.9</b>  |
| 증가율(%)        | 71.2          | 31.7          | 11.6          | 17.8          | 12.9          |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(3.9)</b>  | <b>(0.5)</b>  | <b>(13.9)</b> | <b>(20.2)</b> | <b>(24.2)</b> |
| 이자수익          | 1.6           | 1.9           | 2.1           | 2.7           | 3.0           |
| 이자비용          | 1.5           | 1.9           | 1.9           | 1.9           | 1.9           |
| 지분법손익         | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타영업외손익       | (4.0)         | (0.5)         | (14.2)        | (21.0)        | (25.3)        |
| <b>세전순이익</b>  | <b>103.8</b>  | <b>148.1</b>  | <b>152.5</b>  | <b>185.2</b>  | <b>212.9</b>  |
| 증가율(%)        | 113.0         | 42.8          | 3.0           | 21.4          | 15.0          |
| 법인세비용         | 27.3          | 36.6          | 38.3          | 46.6          | 53.6          |
| <b>당기순이익</b>  | <b>76.4</b>   | <b>111.6</b>  | <b>114.3</b>  | <b>138.6</b>  | <b>159.2</b>  |
| 증가율(%)        | 103.9         | 45.9          | 2.4           | 21.3          | 14.9          |
| 지배주주지분        | 76.3          | 113.7         | 117.9         | 143.2         | 164.6         |
| 증가율(%)        | 99.4          | 49.0          | 3.6           | 21.5          | 15.0          |
| 비지배지분         | 0.1           | (2.2)         | (3.6)         | (4.6)         | (5.4)         |
| <b>EPS(원)</b> | <b>12,161</b> | <b>18,123</b> | <b>18,781</b> | <b>22,814</b> | <b>26,229</b> |
| 증가율(%)        | 99.4          | 49.0          | 3.6           | 21.5          | 15.0          |
| 수정EPS(원)      | 12,161        | 18,123        | 18,781        | 22,814        | 26,229        |
| 증가율(%)        | 99.4          | 49.0          | 3.6           | 21.5          | 15.0          |

### 주요투자지표

|                    | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |         |
| EPS                | 12,161 | 18,123 | 18,781 | 22,814 | 26,229  |
| BPS                | 45,869 | 57,682 | 69,176 | 87,490 | 109,220 |
| DPS                | 3,500  | 4,500  | 4,500  | 4,500  | 4,500   |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |        |        |        |         |
| PER                | 14.4   | 6.2    | 5.8    | 4.8    | 4.2     |
| PBR                | 3.8    | 2.0    | 1.6    | 1.3    | 1.0     |
| EV/EBITDA          | 7.5    | 3.6    | 2.8    | 2.0    | 1.3     |
| 배당수익률              | 2.0    | 4.0    | 4.1    | 4.1    | 4.1     |
| PCR                | 7.5    | 3.6    | 4.7    | 3.6    | 3.3     |
| <b>수익성(%)</b>      |        |        |        |        |         |
| 영업이익률              | 24.5   | 24.1   | 22.8   | 25.1   | 25.9    |
| EBITDA이익률          | 32.9   | 30.9   | 29.1   | 30.6   | 30.9    |
| 순이익률               | 17.4   | 18.1   | 15.6   | 16.9   | 17.4    |
| ROE                | 29.8   | 35.0   | 29.6   | 29.1   | 26.7    |
| ROIC               | 28.9   | 35.3   | 35.0   | 41.8   | 46.8    |
| <b>안정성(배, %)</b>   |        |        |        |        |         |
| 순차입금/자기자본          | (2.5)  | (5.9)  | (18.5) | (33.5) | (44.5)  |
| 유동비율               | 186.2  | 195.1  | 233.3  | 289.8  | 350.2   |
| 이자보상배율             | 72.1   | 79.1   | 88.4   | 109.0  | 125.8   |
| <b>활동성(회)</b>      |        |        |        |        |         |
| 총자산회전율             | 1.0    | 1.2    | 1.2    | 1.1    | 1.1     |
| 매출채권회전율            | 18.5   | 17.8   | 14.7   | 13.5   | 13.6    |
| 재고자산회전율            | 24.7   | 16.9   | 14.3   | 14.3   | 14.4    |
| 매입채무회전율            | 11.3   | 11.4   | 11.5   | 11.3   | 11.4    |



**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 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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 | 94% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 5%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 1%  |

(2023.03.31 기준)

