

# 골프존 (215000)

스몰캡



권명준

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (6/1)	112,000원
상승여력	-

시가총액	7,028억원
총발행주식수	6,275,415주
60일 평균 거래대금	55억원
60일 평균 거래량	44,775주
52주 고	169,500원
52주 저	104,900원
외인지분율	17.69%
주요주주	골프존뉴딘홀딩스 외 11인 38.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.4	(22.0)	(33.5)
상대	(2.0)	(28.5)	(31.2)
절대(달려환산)	1.7	(21.9)	(37.7)

## 오해와 편견을 극복할 시점!

### Q. 국내에서 성장을 계속 할 수 있는가?

실적을 통해서 확인할 수 있듯이 국내 사회적 거리두기 완화 이후에도 동사의 매출 성장세는 이어지고 있다. 매출 성장의 주력은 가맹점의 수의 증가에 기반한다. 2021년, 2022년 분기별 평균 가맹점 증가 수는 86개, 105개였다. 2023년 1분기에는 121개였다.

### Q. 해외에서 경쟁력이 있는가?

골프존 소셜과 WAVE 제품 모두 글로벌 제품 대비 경쟁력이 있다고 판단된다. 2023년 3월 골프존 소셜 1호점을 출점했다. 경쟁사인 Top Golf(Suite) 대비 영상 및 반응속도가 우수하며, 스윙플레이트라는 차별화 포인트를 보유하고 있다는 점에서 기술적 비교우위에 있다고 판단된다.

2023년 6월 휴대용 골프 시뮬레이터 제품인 Wave 출시가 예정되어 있다. 경쟁제품 대비 가격 경쟁력을 보유하고 있을 것으로 예상되며, 적외선 퍼팅매트를 통해 소비자들의 퍼팅시 현실감을 개선시킬 것으로 기대된다.

### Q. 현재 주가는 매력적인가?

2023년 매출액 7,410억원, 영업이익 1,660억원으로 전년대비 20.0%, 11.6% 성장할 것으로 전망한다. 현재 주가 기준으로 PER 5.4배이다. Callaway 등 미국 골프 용품 및 의류 관련기업들의 2022년 평균 PER 16.3배, 2023년 예상 PER 19.3배이다. 해외 진출의 초기라는 점을 감안해도 현재 주가는 매력적이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	2,985	4,403	6,175	7,410
영업이익	516	1,077	1,487	1,660
지배순이익	383	763	1,137	1,295
PER	10.3	9.9	7.9	5.4
PBR	1.8	2.6	2.4	1.5
EV/EBITDA	4.3	4.3	3.9	2.3
ROE	18.0	29.8	35.0	31.4

자료: 유안타증권

## 오해와 편견!

### 국내에서 성장 가능한가?

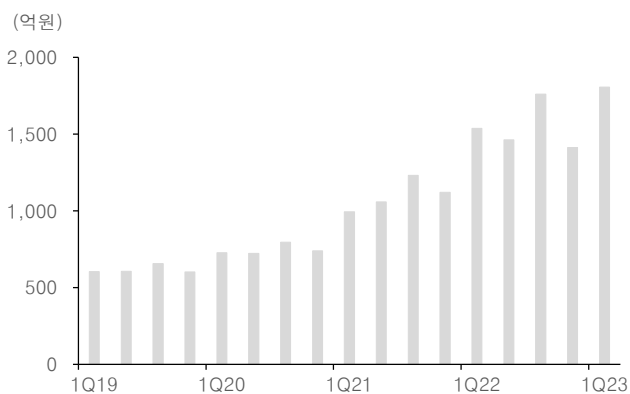
Cash cow 역할을 하는 국내 매출과 관련하여 다음과 같은 우려감이 존재한다. 첫째, 코로나19의 수혜로 국내 골프 시뮬레이터 시장이 급격한 성장을 이뤘으며, 리오프닝 시대에 진입함에 따라 성장성이 둔화될 것이다. 둘째, 국내 경쟁사들이 시장에 진입함에 따라 경쟁이 치열해질 것이다. 셋째, 지금은 성장해도 결국에는 성장이 멈출 것이다.

[그림1]에서 확인 가능하듯이 국내 사회적 거리두기가 해제되었음에도 불구하고 동사의 매출액은 성장세가 이어지고 있다. 주요 고객층이 지속적으로 온/오프 골프 소비를 이어가고 있는 30~50대 남자들이기 때문으로 판단된다.

매출 성장의 주력은 가맹점이다. 동사의 골프시뮬레이터 사업은 가맹점과 비가맹점으로 구분된다. [그림2]에서 확인할 수 있듯이 비가맹점 관련 매출액은 횡보하고 있지만, 가맹점 매출액은 지속적으로 증가하고 있다.

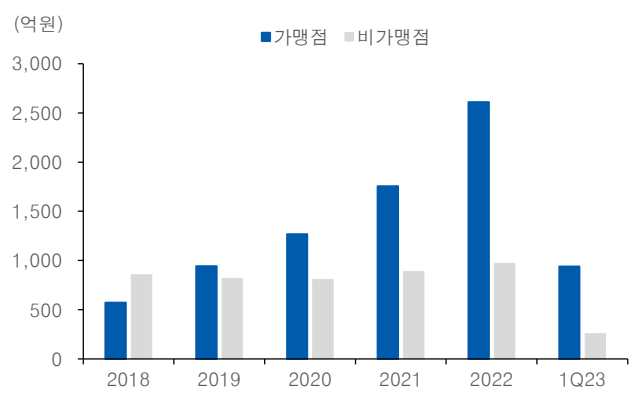
분기별 가맹점수 증가 여부가 동상 성장 지속성 및 가능성 여부의 바로미터라고 판단된다. [그림4]에서 확인할 수 있듯이 코로나19시대에 큰 폭으로 증가하지 않았다. 2019~2020년 분기별 증가한 평균 가맹점 수는 각각 64개였다. 반면 2021년 86개, 2022년 105개로 성장했다. 2023년 1분기에는 121개가 증가했다. 성장세가 이어지고 있다는 것이 확인 가능하다.

[그림 1] 분기별 매출 추이



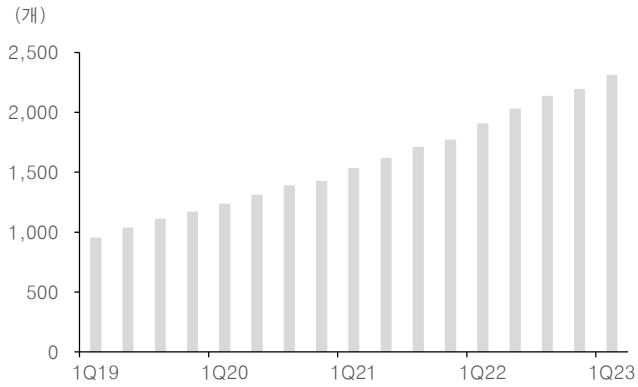
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 가맹점과 비가맹점 연도별 매출 추이



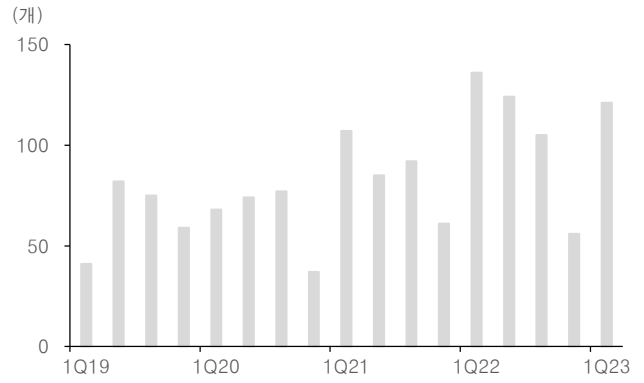
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 누적 기맹점 수 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 전분기 대비 기맹점 증가 점포수 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

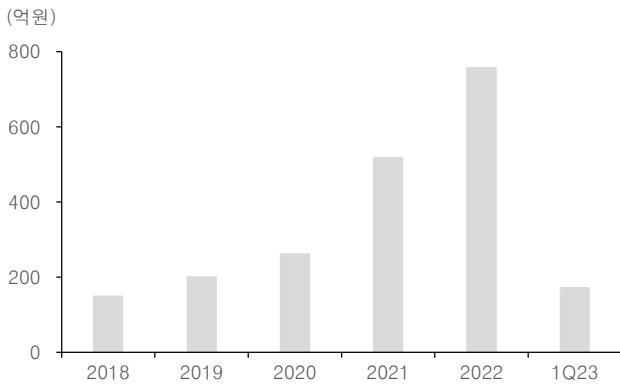
## 해외에서 경쟁력이 있는가?

동사의 해외진출 및 경쟁력에 대한 우려감도 존재한다. 하지만, 연도별 해외 매출, 즉 수출 추이를 살펴보면 최근 뚜렷한 성장세를 보이고 있다. 2018년 이후 연평균 50.1% 성장세를 보이고 있다. 이에 따라 해외 매출 비중 역시 상향되고 있다. 2018년 7.5%에서 2022년 12.3%로 4.8P 상승되었다.

### 1. 골프존 소셜(Golfzon Social)

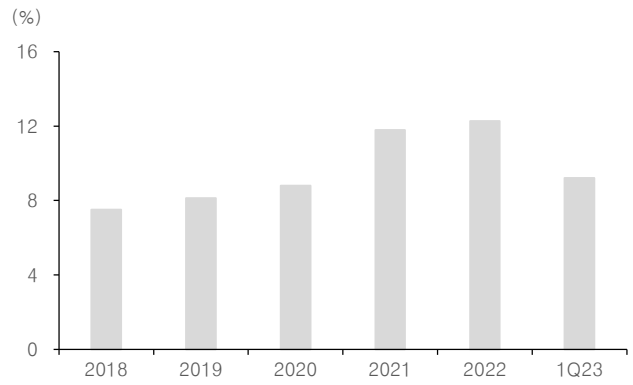
동사는 2023년 3월, 골프존소셜 1호점을 오픈했다. 빠르게 성장할 것으로 전망되는 미국 골프시뮬레이터 시장에 진입하기 위해서이다. 미국 진출을 시도하는 이유는 골프시뮬레이터를 활용한 Off-course 골퍼들이 빠른 속도로 증가하고 있기 때문이다. 2014년 1,430만명에서 2022년 2,790만명으로 연평균 8.7% 성장하고 있다. 필드골프인 On-course 골퍼는 0.4%, 전체 골프인구는 4.0% 성장하고 있다는 점 감안 시 Off-course 골퍼들이 시장 성장을 주도하고 있다고 할 수 있다. 우호적인 시장환경이다.

[그림 5] 연도별 해외 매출 추이



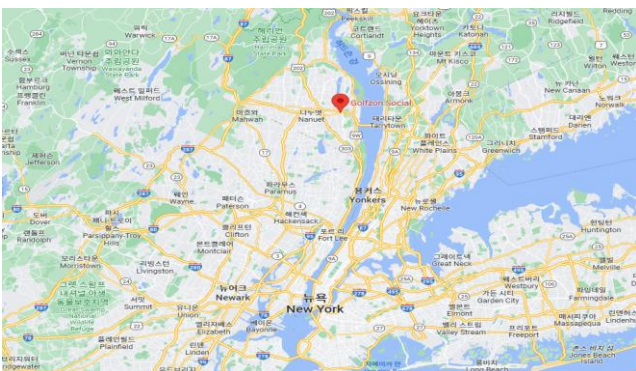
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 미국향 매출 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 골프존 소셜 위치



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 골프존 소셜



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

미국 내 가장 점유율이 높은 골프시뮬레이터 기업은 Top Golf이다. 골프존 소셜의 사업모델은 Top Golf Suite과 유사하다. 즉, 미국 내 성공적인 진출을 위해서는 Top Golf 대비 경쟁력이 필수불가결하다. 동사는 경쟁사 대비 다음과 같은 다수의 강점이 있는 것으로 판단된다.

첫째, [그림8]과 [그림10]를 비교해보면 알 수 있듯이 동사의 영상 생동감이 Top Golf 대비 우수하다. 둘째, 샷 이후 공의 움직임을 반영하는 반등 속도이다. 동사의 시뮬레이터는 샷 이후 1초 이내에 공의 움직임을 포착, 반영한다. 반면, Top Golf는 2~3초의 시간이 소요된다. 셋째, 공의 움직임을 보여주는 영상이다. 동사는 후면과 측면 영상을 통해서 공의 움직임을 포착하는 반면, Top Golf의 경우 후면에서의 공의 움직임만 구현된다.

넷째, 리프/벙커 샷에서도 차이점이 있다. Top Golf는 바닥에서 동일하게 샷을 하는 반면, 동사는 매트 내 구분해서 샷을 할 수 있다. 여섯째, 스윙플레이트 여부이다. Top Golf는 바닥의 경사도와 무관하게 평평한 면에서 샷을 하는 반면, 동사의 제품은 경사도에 따라 바닥면의 기울기를 변화시킴에 따라 더욱 현실감을 높였다.

[그림 9] 미국 On/Off course Golfer



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] Top Golf



자료: 유튜브(Sliding Birdies), 유안타증권 리서치센터

[그림 11] Top Golf



자료: 유튜브(Sliding Birdies), 유안타증권 리서치센터

[그림 12] Top Golf



자료: 유튜브(Sliding Birdies), 유안타증권 리서치센터

반면, Top Golf의 비교우위 요소도 있다. 첫째, 매장 내 드라이빙 레인지(Driving Range)가 있으며 [그림13]에서 볼 수 있듯이 Color shot target이 있어 연습과 흥미를 동시에 유발할 수 있도록 되어 있다. 둘째, Top Golf Suite에서는 골프뿐만 아니라 아이스하키도 구현이 가능하다.

이런 점들을 종합해보면, 실내에서 즐기는 스크린골프(골프시뮬레이터) 기술력은 동사가 비교우위에 있다고 판단된다. 다양한 이벤트와 게임을 즐기는 목적이라는 점에서 Top Golf가 현재 비교우위로 보일 수 있지만, 동사는 GDR(Golfzone Driving Range) 사업을 영위하고 있으며, 현재 국내 실외에서 적용하고 있다는 점을 감안할 경우 향후 미국 내 성장 가능성이 높다고 판단된다.

[그림 13] Top Golf



자료: 유튜브(Sliding Birdies), 유안타증권 리서치센터

[그림 14] Top Golf



자료: 유튜브(Sliding Birdies), 유안타증권 리서치센터

골프존 소셜 1호점은 22대의 시뮬레이터로 구성되어 있다. 월~목은 12시간, 금~일은 13시간 운영된다. 시간/요일별로 요금이 상이하지만 평균적으로 1인당 3~4만원 비용이 나오는 것으로 파악된다. Off-course 골프는 엔터적인 성향이 강하다는 점에서 2~3인의 동반 라운딩을 주로 한다. 이런 가정을 적용하면 1개 매장에서 발생할 수 있는 매출액은 연간 35.6~50.0억원으로 추정된다.

[그림 15] 골프존 소셜 운영시간

휴무 ^	
목요일	오전 10시~오후 10시
금요일	오전 10시~오후 11시
토요일	오전 10시~오후 11시
일요일	오전 10시~오후 11시
월요일	오전 10시~오후 10시
화요일	오전 10시~오후 10시
수요일	오전 10시~오후 10시

자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 골프존 소셜 매출 전망

구분	50% 가동	70% 가동
1일 운영시간	12시간	12시간
1개월(30일) 운영시간	360시간	360시간
시뮬레이터(22대)	7,920대	7,920대
가동을 적용시	3,960대	5,544대
2.5명&인당3만원	3.0억원	4.2억원
연간 매출	35.6억원	50.0억원

자료: 유안타증권 리서치센터 추정

## 2. WAVE

해외시장 진출 확대를 위해서 하나의 무기를 더 준비하고 있다. 휴대용 골프 시뮬레이터인 Wave이며, 2023년 6월 출시 예정되어 있다. Wave는 레이더 센서 제품으로 조명 및 클럽 색상에 영향을 받지 않기 때문에 야외나 자연광 상태에서 사용 및 활용도가 높다. CES 2023와 2023 PGA 머천다이즈쇼에서 이미 제품을 공개했으며, 많은 관심을 받고 있는 제품이다.

3가지 측면에서 주목할 필요가 있다고 판단된다. 첫째, 경쟁제품 대비 가격 경쟁력을 확보하고 있다. 유사한 제품이라고 할 수 있는 트랙맨의 경우 시뮬레이터 솔루션은 45,490달러 이상으로 책정되어 있으며, Trugolf의 Vista 12는 17,995.5달러에 판매되고 있다. 가격을 발표하지는 않았지만, 경쟁사 대비 낮은 가격으로 출시될 것으로 기대된다. 둘째, 적외선 퍼팅매트가 포함되어 있다. 가정용 골프 시뮬레이터의 경우 퍼팅 인식률이 떨어지는 것이 단점으로 제기되고 있다는 점에서 소비자들에게 매력적인 요소로 작용할 수 있다. 셋째, 구독경제이다. 소비자들이 Wave를 통해 다양한 국가의 라운딩을 즐기기 위해 정기 구독료를 지불하는 사업구조가 될 것으로 예상된다.

비골프시즌에도 골프를 즐기고 싶어하는 사람들이 존재하며, 이상기후가 빈번해 짐에 따라 골프 시즌에도 라운딩이 어려운 경우가 증가하고 있다. 미국의 경우 주택 내 지하실 혹은 차고에 휴대용 골프 시뮬레이터 설치가 가능하다라는 점에서 매력적인 제품이라고 판단된다. 골프존 소설과 함께 매출액 성장과 더불어 밸류에이션 상향 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

[그림 14] 휴대용 골프 시뮬레이터 웨이브



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 트랙맨



자료: 트랙맨, 유안타증권 리서치센터

## 현재 주가는 매력적인가?

2023년 실적으로 매출액 7,401억원, 영업이익 1,660억원으로 전년대비 20.0%, 11.6% 성장할 것으로 전망한다. 현재 주가 기준으로 동사는 2023년 기준 PER 5.4배이다. 미국 골프 관련 용품 및 의류기업(Callaway, Vista Outdoor, Big 5 Sporting Goods, Dicks, Nike 등)들의 2022년 평균 PER은 16.3배이었으며, 2023년 예상 PER은 19.3배이다. 해외진출 초기라는 점을 감안해도 동사의 현재 주가가 매력적이라고 판단되는 이유이다.

2023년은 매출 성장, 특히 해외 수출 성장이 중요한 한 해이다. 미국 골프존 소셜과 신제품 Wave의 인기 여부를 확인할 수 있기 때문이다. 미국에서의 성공 가능성은 높을 것으로 기대된다. 미국 골프시물레이터 시장은 엔터 중심이지만, 골프존 소셜이 경쟁사(Top Golf Suite) 대비 다양한 부분에서 기술적으로 비교우위가 있다는 점에서 성장 가능성이 높다고 판단된다. Wave 역시 경쟁사 제품 대비 가격 매력도 뿐만 아니라 공유경제로 이어질 있다는 점에서 동사의 밸류에이션을 상향 시킬 수 있는 요인으로 작용할 것으로 기대된다.



골프존 (215000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	2,470	2,985	4,403	6,175	7,410
매출원가	939	1,119	1,550	2,538	3,409
매출총이익	1,532	1,866	2,853	3,637	4,001
판매비	1,209	1,351	1,777	2,150	2,342
영업이익	323	516	1,077	1,487	1,660
EBITDA	523	846	1,448	1,907	1,895
영업외손익	-24	-29	-39	-5	22
외환관련손익	0	-6	4	-8	15
이자손익	9	-2	1	0	19
관계기업관련손익	-1	1	0	0	0
기타	-33	-22	-44	2	-13
법인세비용차감전순손익	299	487	1,038	1,481	1,682
법인세비용	136	112	273	366	387
계속사업순손익	162	375	764	1,116	1,295
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	162	375	764	1,116	1,295
지배지분순이익	162	383	763	1,137	1,295
포괄순이익	167	365	780	1,107	1,287
지배지분포괄이익	167	373	775	1,135	1,319

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
영업활동 현금흐름	395	874	1,361	1,339	1,464
당기순이익	162	375	764	1,116	1,295
감가상각비	169	298	343	378	200
외환손익	0	3	-1	15	-15
중속, 관계기업관련손익	1	-1	0	0	0
자산부채의 증감	18	122	47	-241	-105
기타현금흐름	45	76	208	72	90
투자활동 현금흐름	-469	-526	-637	-599	-281
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-357	-153	-125	-296	0
유형자산 감소	0	7	18	33	0
기타현금흐름	-112	-380	-530	-335	-281
재무활동 현금흐름	-361	-253	-296	-538	-394
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-183	-8	0	-5	-5
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-116	-129	-157	-220	-276
기타현금흐름	-61	-116	-140	-314	-114
연결범위변동 등 기타	4	-20	11	-9	387
현금의 증감	-431	75	438	194	1,176
기초 현금	591	160	252	690	884
기말 현금	160	235	690	884	2,060
NOPLAT	323	516	1,077	1,487	1,660
FCF	38	721	1,235	1,043	1,464

자료: 유안타증권

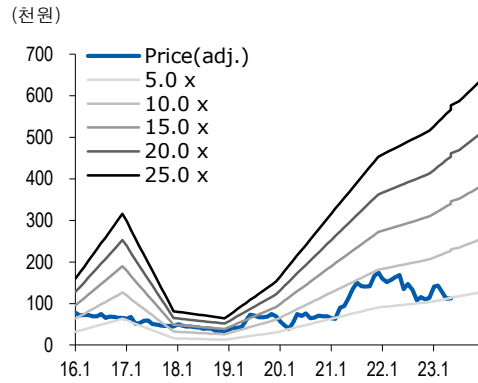
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
유동자산	817	1,181	2,424	3,067	4,403
현금및현금성자산	160	235	690	884	2,060
매출채권 및 기타채권	200	207	269	425	441
재고자산	109	104	252	478	574
비유동자산	2,309	2,492	2,412	2,828	2,593
유형자산	1,159	1,174	1,143	1,281	1,081
관계기업등 지분관련자산	0	0	1	1	1
기타투자자산	61	53	0	5	5
자산총계	3,126	3,673	4,836	5,895	6,996
유동부채	611	809	1,302	1,572	1,635
매입채무 및 기타채무	187	283	493	592	655
단기차입금	8	0	0	67	67
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	515	608	615	592	587
장기차입금	0	0	0	0	-5
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,125	1,417	1,917	2,164	2,222
지배지분	2,000	2,246	2,878	3,620	4,631
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	688	688	688	688	688
이익잉여금	1,272	1,525	2,132	3,048	4,067
비지배지분	0	10	41	112	143
자본총계	2,000	2,256	2,919	3,732	4,774
순차입금	-17	-290	-1,336	-1,550	-2,730
총차입금	440	521	477	486	481

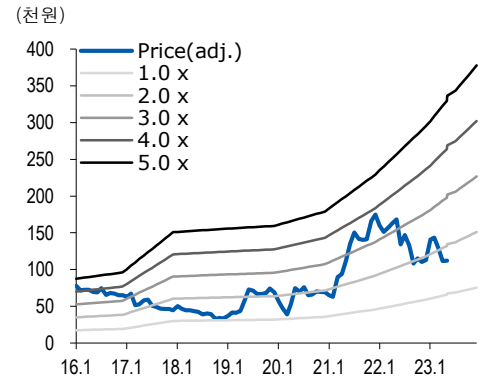
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
EPS	2,584	6,098	12,161	18,123	20,637
BPS	31,892	35,801	45,891	59,058	75,551
EBITDAPS	8,327	13,477	23,076	30,381	30,193
SPS	39,363	47,570	70,164	98,402	118,083
DPS	2,050	2,500	3,500	4,500	4,500
PER	22.6	10.3	9.9	7.9	5.4
PBR	1.8	1.8	2.6	2.4	1.5
EV/EBITDA	7.0	4.3	4.3	3.9	2.3
PSR	1.5	1.3	1.7	1.5	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액 증가율 (%)	24.3	20.9	47.5	40.2	20.0
영업이익 증가율 (%)	14.7	59.7	108.8	38.1	11.6
지배순이익 증가율 (%)	-20.6	136.0	99.4	49.0	13.9
매출총이익률 (%)	62.0	62.5	64.8	58.9	54.0
영업이익률 (%)	13.1	17.3	24.5	24.1	22.4
지배순이익률 (%)	6.6	12.8	17.3	18.4	17.5
EBITDA 마진 (%)	21.2	28.3	32.9	30.9	25.6
ROIC	16.1	33.8	81.6	94.4	87.6
ROA	5.7	11.3	17.9	21.2	20.1
ROE	8.2	18.0	29.8	35.0	31.4
부채비율 (%)	56.3	62.8	65.7	58.0	46.6
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-12.9	-46.4	-42.8	-59.0
영업이익/금융비용 (배)	32.2	34.1	72.1	79.1	69.2

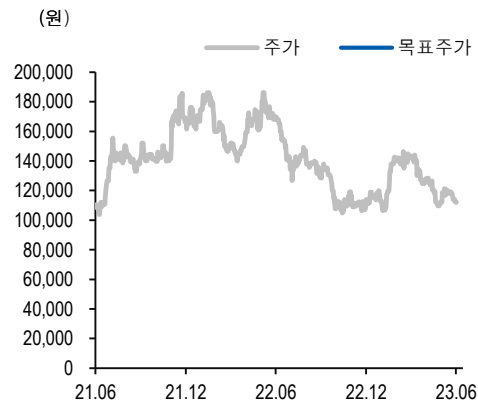
P/E band chart



P/B band chart



골프존 (215000) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-06-02	Not Rated	-	1년		
2023-01-13	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	90.7
Hold(중립)	9.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.