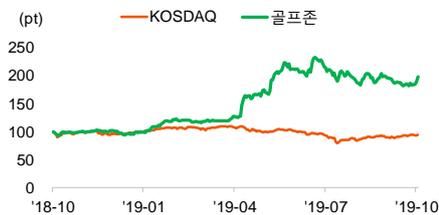


오프라인 플랫폼 비즈니스 모델의 완성체

BUY(TP 유지)

목표주가	95,000 원		
현재주가	67,900 원		
목표수익률	39.9 %		
Key Data	2019년 10월 29일		
산업분류	코스닥 IT SW		
KOSDAQ (pt)	658.30		
시가총액 (억원)	4,261		
발행주식수 (백만주)	6.3		
외국인 지분율 (%)	8.8		
52 주 고가 (원)	79,800		
저가 (원)	31,800		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	0.7		
주요주주	(%)		
골프존유원홀딩스외1인	53.7		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	1.2	58.1	110.2
상대주가	-3.6	80.3	101.1

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 목표주가 95,000원 유지

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 95,000 원 유지. 동사에 대한 긍정적 시각은 ① <골프존파크> 가맹점 확대를 통한 실적 성장동력 확보. 3Q 말 기준 누적 가맹점 수는 1,108 개. ② 실내연습장 사업을 주도할 <GDR(Golfzon Driving Range)>. 연말까지 사이트 확대 전략 유효.

2. '19년 3분기 실적 Review

'19년 3분기 연결실적은 매출액 656 억원(YoY+27.8%,QoQ+8.1%), 영업이익 78 억원(YoY+14.0%,QoQ-21.5%) 달성. 당사 전망치 매출액 615 억원, 영업이익 116 억원 대비 수익성은 하회.

사업부별 매출액은 비가맹 259 억원(YoY-0.9%), 가맹 271 억원(YoY+68.3%), 해외 55 억원(YoY+70.6%). 특히 가맹사업부는 신도시/지방 중심 <골프존파크> 신규 출점 증가에 따른 H/W 판매 증대, 해외 판매매출 확대, 신규 콘텐츠 <배틀존> 및 이벤트 대회 활성화로 라운드 수 증가 영향 등으로 호실적 달성. 누적 가맹점 수는 2분기 1,033 개에서 1,108 개로 증가. 다만 신규 사업추진에 따른 고정비 증가와 스크린 골프 마케팅 비용 증가 등으로 수익성은 둔화.

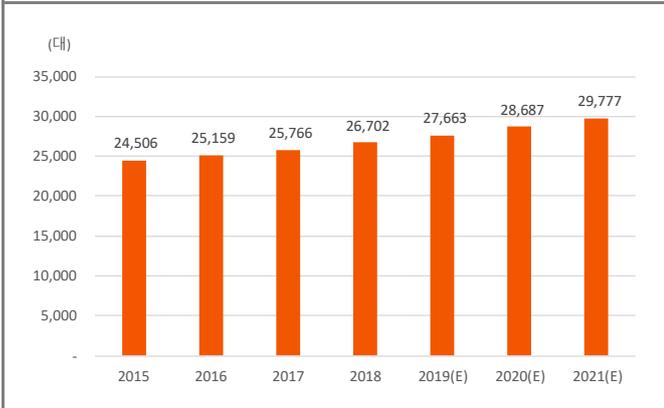
3. 4분기 실적 Preview

4분기 연결기준 예상실적은 매출액 678 억원(YoY+22.4%,QoQ+3.4%), 영업이익 129 억원(YoY+205.8%,QoQ+66.1%) 전망. 성수기 진입으로 가맹점 순증 효과 기대. 3분기 75 개 가맹점 순증. 특히 가맹점 증가에 따른 관련 H/W 및 유지보수 매출 증가 기대. 4 분기도 이벤트 대회 활성화 및 콘텐츠 강화로 라운드 증가 효과 극대화될 전망.

Valuation Forecast

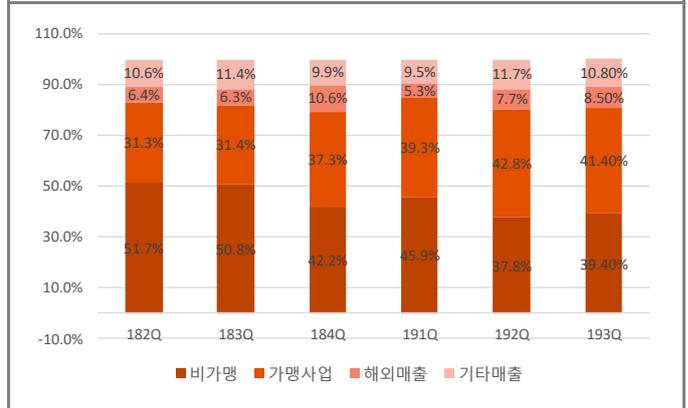
구분	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	억원	2,170	2,001	1,987	2,547	2,810
영업이익	억원	437	375	282	454	540
세전이익	억원	423	507	264	431	529
순이익	억원	365	794	204	333	413
지배순이익	억원	365	793	204	333	413
PER	배	11.22	3.55	10.28	12.78	10.32
PBR	배	3.40	1.49	1.08	1.96	1.71
EV/EBITDA	배	8.00	6.55	6.10	7.00	5.98

Exhibit 1. 국내 골프시뮬레이터 시스템의 누적 설치 수



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 사업부별 매출비중 추이



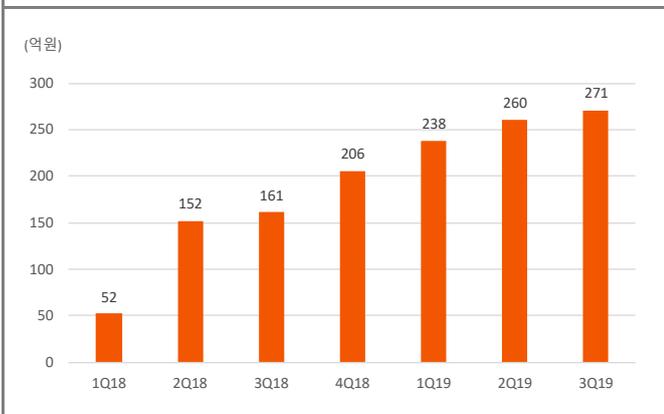
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 골프 시뮬레이터의 주요 제품 및 특징

구분		제품 개요 및 기능
대분류	소분류	
Golf Simulator	Real	- IR(적외선) 센서 기반 골프 시뮬레이터 - 골프 시뮬레이터는 국내외 실제 골프코스를 3D 그래픽으로 재현
	Vision plus	- Vision(카메라) 센서기반 골프 시뮬레이터 - 온라인 기반의 네트워크 서비스는 Real 제품과 동일
	Twovision	- 직각형 카메라 센서기반 & 듀얼스크린 골프 시뮬레이터 - 온라인 기반의 네트워크 서비스는 기존 콘텐츠에 투어모드, 앱로그인, 아디지북 등 추가 콘텐츠 제공
	Twovision plus	- 타석부와 가격부 개별 구동이 가능한 듀얼플레이트로 다양한 경사도 구현 - 페어웨이 매트 끝에서 LED를 통해 홀 방향과 퍼팅 스트로크 방향이 표시되는 LED 퍼팅 가이드 제공 - 6개의 분리된 스피커출력과 HRTF(5.1채널 사운드)적용으로 현장감, 공간감, 입체감을 구현

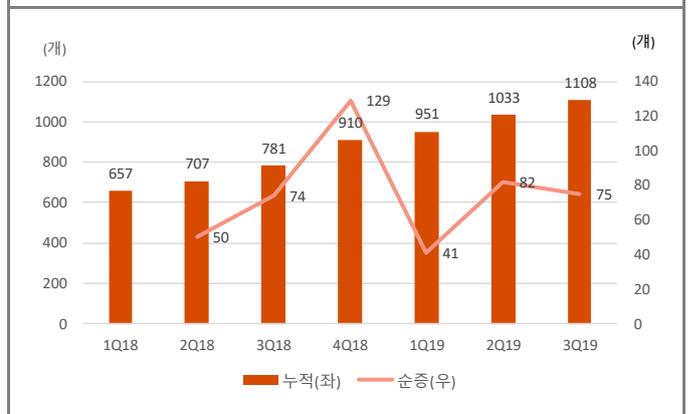
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. 골프존파크 가맹사업 매출 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 골프존파크 가맹점 누적 가입 현황



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. <GDR> 시스템 구성



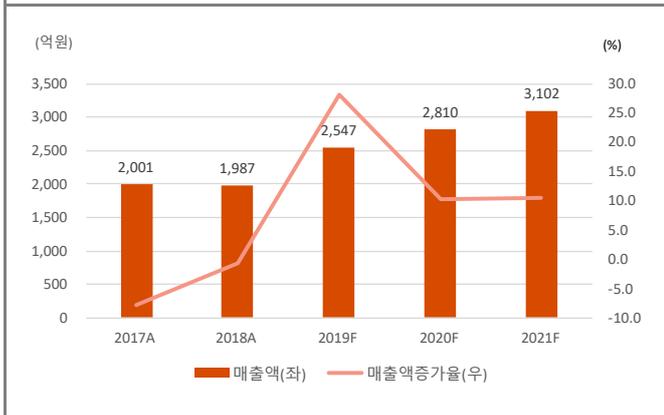
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 골프 스윙 교정



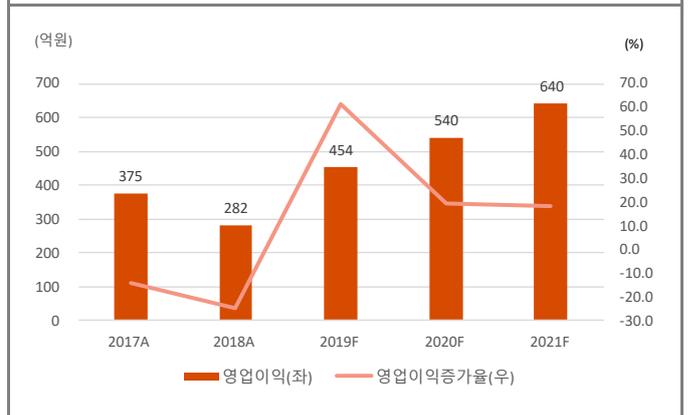
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 매출액 및 매출액성장률



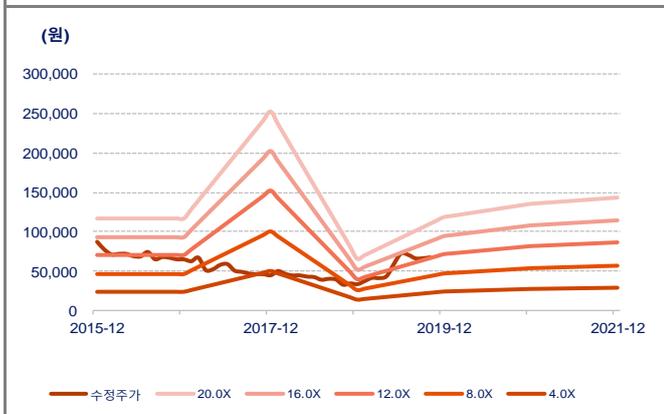
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. 영업이익 및 영업이익성장률



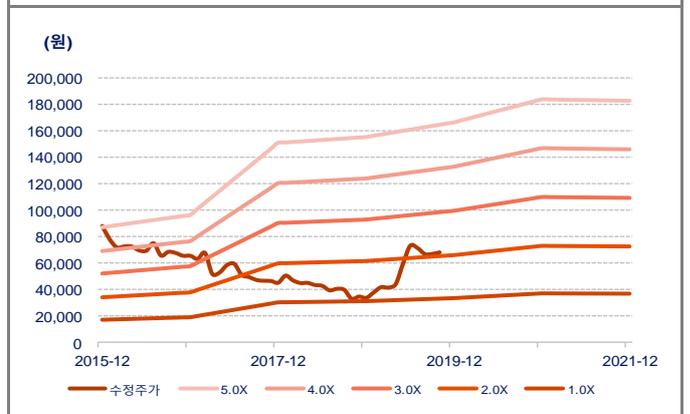
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	2,537	2,541	2,968	3,089	3,214
유동자산	1,606	1,453	1,197	1,246	1,297
현금및현금성자산	1,106	591	315	327	341
단기금융자산	140	507	525	546	568
매출채권및기타채권	210	212	204	213	221
재고자산	131	105	103	108	112
비유동자산	931	1,088	1,771	1,843	1,918
장기금융자산	12	11	66	68	71
관계기업등투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	716	836	1,001	1,042	1,084
무형자산	78	96	119	124	129
부채총계	643	591	790	601	340
유동부채	519	543	564	587	611
단기차입부채	233	183	105	109	114
기타단기금융부채	1	2	0	0	0
매입채무및기타채무	171	206	245	255	265
비유동부채	124	48	226	14	-271
장기차입부채	92	8	278	289	301
기타장기금융부채	0	1	1	1	1
자본총계*	1,894	1,949	2,178	2,488	2,874
지배주주지분*	1,893	1,949	2,178	2,488	2,874
비지배주주지분	1	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,001	1,987	2,547	2,810	3,102
매출원가	690	776	952	1,060	1,175
매출총이익	1,311	1,211	1,595	1,750	1,927
판매비와관리비	936	930	1,141	1,209	1,287
영업이익	375	282	454	540	640
EBITDA	430	344	619	724	831
비영업손익	133	-18	-23	-11	-12
이자수익	16	20	25	29	32
이자비용	7	7	11	12	13
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-5	-1	1	1	1
관계기업등관련손익	-0	-1	-1	-1	-1
기타비영업손익	129	-29	-37	-28	-31
세전계속사업이익	507	264	431	529	628
법인세비용	-287	59	98	116	138
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익*	794	204	333	413	489
지배주주순이익*	793	204	333	413	489
비지배주주순이익	1	0	0	0	0
기타포괄손익	-6	4	12	13	13
총포괄손익	788	208	345	426	502

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	804	329	448	356	366
당기순이익	794	204	333	413	489
현금유입(유출)이없는수익(비용)	-159	138	248	283	311
자산상각비	55	62	165	184	191
영업자산부채변동	-109	44	-73	-241	-315
매출채권및기타채권감소(증가)	-39	-64	19	-8	-9
재고자산감소(증가)	1	-28	-21	-4	-4
매입채무및기타채무증가(감소)	10	119	29	10	10
투자활동현금흐름	118	-562	-440	-257	-267
투자활동현금유입액	233	198	505	0	0
유형자산	4	1	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	114	761	945	257	267
유형자산	45	122	253	193	201
무형자산	36	35	53	37	38
재무활동현금흐름	-125	-284	-288	-88	-87
재무활동현금유입액	0	0	14	29	29
단기차입부채	0	0	2	4	4
장기차입부채	0	0	5	11	12
재무활동현금유출액	25	133	186	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	25	133	186	0	0
기타현금흐름	-5	3	0	1	1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	3	0	0
현금변동	792	-514	-277	13	13
기초현금	314	1,106	591	315	327
기말현금	1,106	591	315	327	341

투자지표

(단위: 원 배%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	12,639	3,254	5,312	6,579	7,800
BPS*	30,160	31,061	34,708	39,644	45,801
CFPS	12,808	5,240	7,137	5,673	5,837
SPS	31,887	31,664	40,580	44,778	49,431
EBITDAPS	6,848	5,481	9,857	11,543	13,246
DPS (보통, 현금)	2,400	1,850	1,850	1,850	1,850
배당수익률 (보통, 현금)	5.3	5.5	2.7	2.7	2.7
배당성향 (보통, 현금)	19.0	56.8	34.8	28.1	23.7
PER*	3.5	10.3	12.8	10.3	8.7
PBR*	1.5	1.1	2.0	1.7	1.5
PCFR	3.5	6.4	9.5	12.0	11.6
PSR	1.4	1.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.5	6.1	7.0	6.0	5.2
재무비율					
매출액증가율	-7.8	-0.7	28.2	10.3	10.4
영업이익증가율	-14.4	-24.8	61.1	19.1	18.4
지배주주순이익증가율*	117.3	-74.3	63.2	23.9	18.6
매출총이익률	65.5	61.0	62.6	62.3	62.1
영업이익률	18.7	14.2	17.8	19.2	20.6
EBITDA이익률	21.5	17.3	24.3	25.8	26.8
지배주주순이익률*	39.7	10.3	13.1	14.7	15.8
ROA	17.0	11.1	16.5	17.8	20.3
ROE	51.2	10.6	16.2	17.7	18.3
ROIC	65.6	22.9	27.1	24.1	24.1
부채비율	33.9	30.3	36.3	24.2	11.8
차입금비율	17.2	9.8	17.6	16.0	14.4
순차입금비율	-41.3	-20.5	3.1	2.8	2.6

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

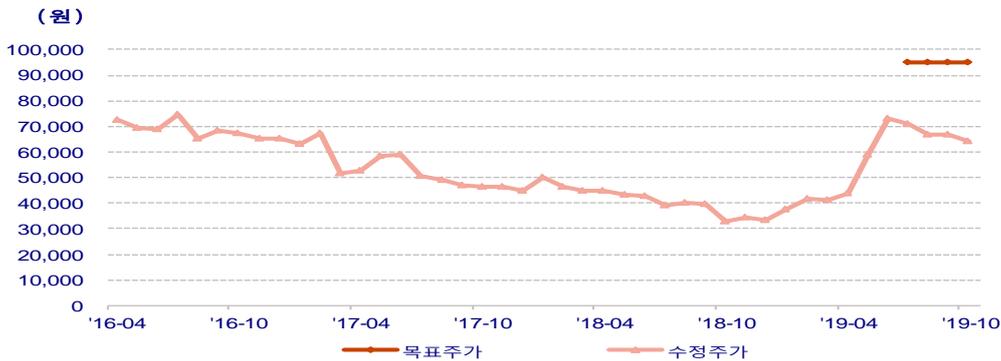
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

골프존(215000)

일자	2019-7-15	2019-8-1	2019-10-30
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)
목표주가	95,000 원	95,000 원	95,000 원
과리율(%)			
평균주가대비	-		
최고(최저)주가대비	-		

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2019.9.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%