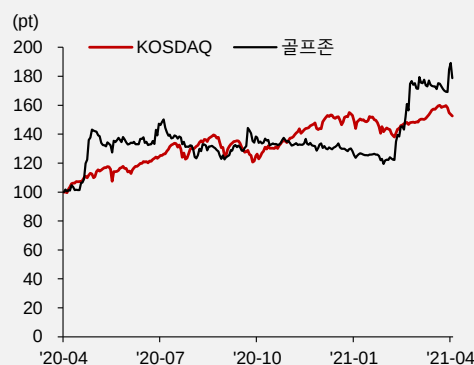


BUY(유지)

목표주가	(상향) 138,000 원
현재주가	94,000 원
Upside	46.8 %
Key Data	2021 년 04 월 30 일
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC
KOSDAQ(pt)	983.45
시가총액 (억원)	5,899
발행주식수 (천주)	6,275
외국인 지분율 (%)	11.0
52 주 고가 (원)	99,500
저가 (원)	52,800
60 일 일평균거래대금 (십억원)	6.7
주요주주	(%)
골프존뉴딘홀딩스 외 19 인	53.7
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	4.2 33.3 75.7
상대주가	1.5 7.5 15.3

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택
stoh@leading.co.kr
+822-2009-7315

골프존(215000)

달라진 이익과 체력, Valuation 에 반영하자

1Q21 Review: 시원한 Surprise!

2021 년 1 분기 실적은 매출액 994 억원 (YoY +36.6%), 영업이익 284 억원 (YoY +85.5%, OPM 28.6%)를 기록하며 당사 추정치인 매출액 901 억원, 영업이익 213 억원을 각각 10.3%, 33.3% 상회했다. 가맹점 증가 추세를 반영한 추정치였으나, 기존가맹점 전환보다 신규 출점 비율이 높아 당사 예상치를 훨씬 웃도는 이익률을 기록했다. 추가적인 이익 개선 요인으로는 GDR 직영사업 부문에서 117 억원의 매출을 기록하며 적자폭을 줄이고 있으며 여기에 기기 판매를 시작하여 95 억원의 매출액을 기록한 점도 GDR 부문 이익 개선에 일조했다. 또한 해외 부문 중 적자 지역의 적자폭도 개선된 것으로 파악된다.

가맹점 증가의 의미

기존 주 52 시간 근무제 및 팬데믹 사태로 인한 골프 인구 증가, 젊은 층의 골프 유입 등의 투자 포인트에 이제 가맹 사업 확장의 성과까지 이번 1 분기 실적을 통해 확인됐다. 기존 이익률 하락이 지속되고 있던 동사의 이익 체력이 달라졌다는 판단이다. 아직 거리두기로 인해 밤 10 시로 영업이 제한된 상황에서도 전체 라운딩 수가 전년동기 대비 2.36% 감소에 그쳤다. 이는 작년부터 이어진 골프존파크 신규 출점에 의한 효과로 판단되며, 향후 영업제한 해제 시 추가적인 라운드 수 증가를 기대할 수 있는 요인이다.

투자의견 “매수” 유지, 목표주가 138,000 원으로 상향

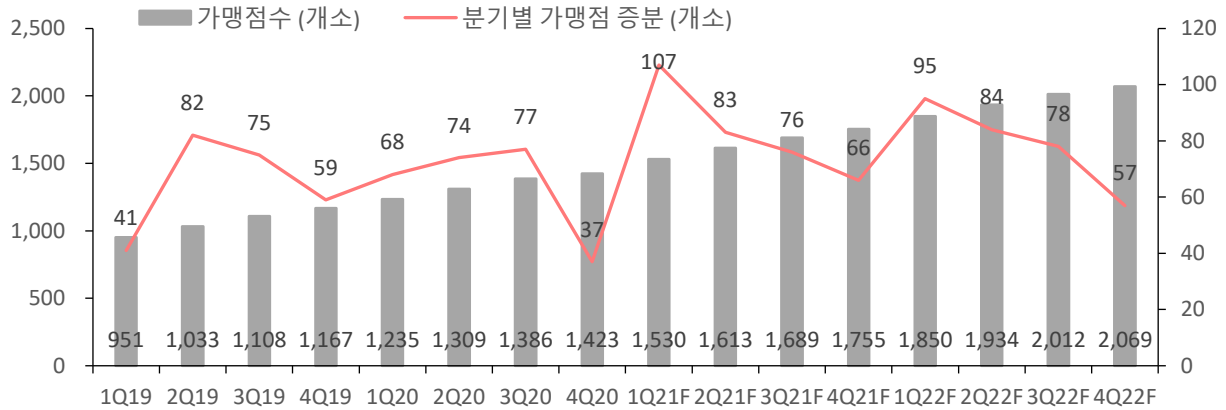
2021 년 예상 실적을 기존 매출액 3,548 억원 (YoY +18.8%), 영업이익 729 억원 (YoY +41.3%, OPM 20.5%)에서 매출액 3,718 억원 (YoY +24.5%), 영업이익 861 억원 (YoY +67.0%, OPM 23.2%)으로 상향하고 Target Multiple 또한 기존 12 배에서 13 배로 상향 조정한다. 목표주가 138,000 원은 새로이 산출된 2021 년 예상 EPS 10,632 원에 Target PER 13 배를 적용하였다.

2015 년 이후 지속 악화되어 오던 동사의 이익률이 2020 년을 기점으로 회복세에 들어섰으며 이번 1 분기 실적발표를 통해 2021 년에도 개선세가 이어지고 있음을 증명하였다. 골프 라운딩 수에 연동된 가맹점 유지보수, 비가맹 네트워크 매출을 Base 로 이익률 개선세가 이어질 전망이다. 여기에 올해 중국에서 신규로 시작하는 가맹 사업에서 성과가 나타난다면 이에 따른 추가적인 밸류에이션 리레이팅 또한 기대해 볼 수 있을 것이다.

구분	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (억원)	1,987	2,470	2,985	3,718	3,840
영업이익 (억원)	282	323	516	861	923
영업이익률 (%)	14.2	13.1	17.3	23.2	24.0
지배순이익 (억원)	204	162	383	667	700
PER (배)	10.3	26.7	11.4	8.8	8.4
PBR (배)	1.1	2.2	1.9	2.1	1.8
ROE (%)	10.6	8.2	18.0	26.7	23.2
EPS (원)	3,254	2,584	6,098	10,632	11,152

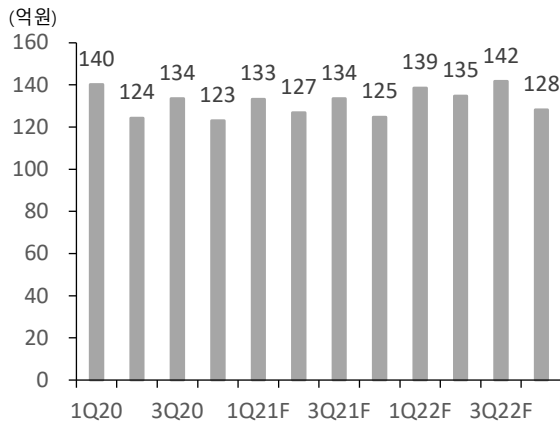
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 분기별 점포 수 및 신규 출점 추이 및 전망



자료: 골프존, 리딩투자증권 리서치센터

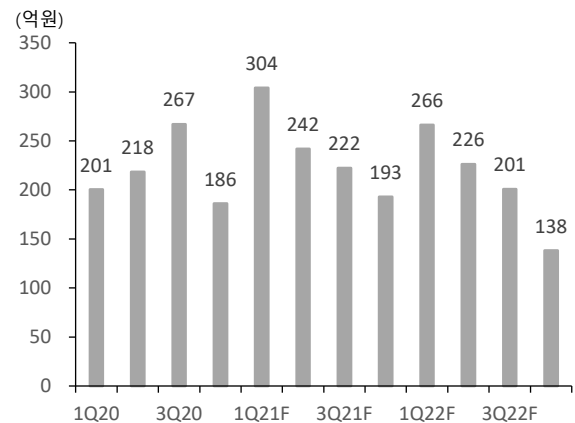
그림 2. 가맹점 유지보수 매출 추이 및 전망



*리딩투자증권 추산치

자료: 골프존, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. TwoVision+ 기기판매 매출액 및 전망



*리딩투자증권 추산치

자료: 골프존, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 부문별 실적 추이 및 전망

골프존 연결	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (억원)	727	722	796	740	994	912	914	898	2,470	2,985	3,718	3,840
가맹	300	314	370	285	432	369	356	318	944	1,269	1,474	1,375
비가맹	220	203	197	186	198	191	198	199	819	806	786	787
GDR	87	94	100	104	212	194	181	191	235	385	778	920
해외	55	50	60	97	94	91	107	117	201	262	407	471
기타	65	60	69	68	58	68	72	74	272	263	273	288
부문별 매출 비중												
가맹	41.2%	43.5%	46.4%	38.5%	43.5%	40.4%	38.9%	35.4%	38.2%	42.5%	39.7%	35.8%
비가맹	30.2%	28.2%	24.8%	25.1%	19.9%	20.9%	21.7%	22.2%	33.2%	27.0%	21.1%	20.5%
GDR	12.0%	13.0%	12.5%	14.1%	21.3%	21.2%	19.9%	21.3%	9.5%	12.9%	20.9%	23.9%
해외	7.6%	6.9%	7.6%	13.1%	9.4%	9.9%	11.7%	13.0%	8.1%	8.8%	11.0%	12.3%
기타	9.0%	8.3%	8.7%	9.2%	5.9%	7.5%	7.9%	8.2%	11.0%	8.8%	7.3%	7.5%
성장율 (YoY, %)												
매출액	20.2%	18.9%	21.3%	23.0%	36.6%	26.2%	14.8%	21.5%	24.3%	20.9%	24.5%	3.3%
가맹	26.0%	20.8%	36.2%	63.3%	44.3%	17.3%	-3.8%	11.5%	65.0%	34.4%	16.2%	-6.8%
비가맹	-3.0%	6.7%	0.8%	-10.1%	-9.9%	-6.2%	0.4%	7.3%	-4.0%	-1.6%	-2.5%	0.1%
GDR	70.0%	140.8%	59.3%	27.8%	142.8%	105.7%	81.6%	83.6%	33.2%	64.3%	101.9%	18.2%
해외	72.3%	7.4%	8.6%	45.2%	69.1%	80.4%	76.7%	20.7%	34.5%	30.7%	55.2%	15.5%
기타	13.7%	-15.1%	-2.7%	-5.8%	-11.1%	13.4%	4.5%	8.4%	14.9%	-3.3%	3.7%	5.8%
연결 영업이익	153	141	156	65	284	223	199	154	323	516	861	923
영업이익률	21.1%	19.5%	19.6%	8.8%	28.6%	24.5%	21.8%	17.2%	13.1%	17.3%	23.2%	24.0%

자료: 골프존, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 골프존 전사 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	727	722	796	740	994	912	914	898	2,470	2,985	3,718	3,840
성장률 (QoQ)	21.0%	-0.7%	10.2%	-7.1%	34.4%	-8.3%	0.2%	-1.7%				
성장률 (YoY)	20.2%	18.9%	21.3%	23.0%	36.6%	26.2%	14.8%	21.5%	24.3%	20.9%	24.5%	3.3%
매출총이익	459	454	502	452	638	568	570	546	1,532	1,866	2,322	2,407
매출총이익률	63.1%	62.9%	63.0%	61.1%	64.2%	62.4%	62.3%	60.8%	62.0%	62.5%	62.5%	62.7%
성장률 (QoQ)	26.3%	-1.1%	10.5%	-9.9%	41.3%	-10.9%	0.2%	-4.1%				
성장률 (YoY)	17.8%	24.7%	21.1%	24.3%	39.0%	25.2%	13.6%	20.8%	26.4%	21.9%	24.4%	3.7%
영업이익	153	141	156	65	284	223	199	154	323	516	861	923
영업이익률	21.1%	19.5%	19.6%	8.8%	28.6%	24.5%	21.8%	17.2%	13.1%	17.3%	23.2%	24.0%
성장률 (QoQ)	흑자전환	-8.0%	10.8%	-58.2%	335.5%	-21.6%	-10.6%	-22.6%				
성장률 (YoY)	3.3%	42.6%	101.2%	흑자전환	85.5%	58.2%	27.7%	136.5%	14.7%	59.7%	67.0%	7.2%
세전이익	155	118	147	67	281	225	197	137	299	487	840	910
법인세	37	28	32	15	62	49	43	30	136	112	185	200
법인세율	23.9%	23.9%	21.7%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	45.7%	23.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	118	90	115	52	219	175	153	107	162	375	655	710
순이익률	16.2%	12.4%	14.5%	7.0%	22.1%	19.2%	16.8%	11.9%	6.6%	12.6%	17.6%	18.5%
지배주주순이익	118	90	118	57	225	179	155	108	162	383	667	700
EPS (원)	1,882	1,432	1,881	903	3,590	2,850	2,468	1,723	2,584	6,098	10,632	11,152
BPS (원)	31,815	33,211	35,059	35,771	36,815	39,601	42,037	43,765	31,877	35,785	43,779	52,200
ROE (%)	5.9%	4.4%	5.5%	2.6%	9.9%	7.5%	6.0%	4.0%	8.2%	18.0%	26.7%	23.2%

자료: 골프존, 리딩투자증권 리서치센터

표 3. Valuation Table

	2018	2019	2020	2021F	2022F
EPS(원)	3,254	2,584	6,098	10,632	11,152
BPS(원)	31,061	31,877	35,785	43,779	52,200
ROE(%)	10.6%	8.2%	18.0%	26.7%	23.2%
적용 EPS(원)	3,254	2,584	6,098	10,632	11,152
Target PER				13	13
목표주가(원)				138,212	144,974
목표주가(반올림, 원)				138,000	145,000
현재주가 (04.30 종가)				94,000	94,000
상승여력				46.8%	54.3%

자료: 골프존, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
자산총계	2,541	3,126	3,673	4,279	4,873
유동자산	1,453	817	1,181	1,530	2,050
현금및현금성자산	591	160	235	476	967
단기금융자산	507	297	577	656	674
매출채권및기타채권	212	200	207	233	239
재고자산	105	109	104	108	111
비유동자산	1,088	2,309	2,492	2,749	2,822
장기금융자산	11	61	53	58	60
관계기업등투자자산	0	0	0	1	1
유형자산	836	1,159	1,174	1,218	1,252
무형자산	96	200	208	227	233
부채총계	591	1,125	1,417	1,521	1,587
유동부채	543	611	809	864	888
단기차입부채	183	138	160	165	170
기타단기금융부채	2	0	0	0	0
매입채무및기타채무	206	187	283	300	308
비유동부채	48	515	608	657	699
장기차입부채	8	431	521	562	641
기타장기금융부채	1	1	1	2	2
자본총계*	1,949	2,000	2,256	2,757	3,286
지배주주지분*	1,949	2,000	2,246	2,747	3,276
비지배주주지분	0	0	10	10	10

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	1,987	2,470	2,985	3,718	3,840
매출원가	776	939	1,119	1,396	1,433
매출총이익	1,211	1,532	1,866	2,322	2,407
판매비와관리비	930	1,209	1,351	1,461	1,484
영업이익	282	323	516	861	923
EBITDA	344	523	846	1,304	1,330
비영업손익	-18	-24	-29	-22	-13
이자수익	20	19	13	19	20
이자비용	7	10	15	15	15
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-1	-0	-6	-5	-0
관계기업등관련손익	-1	-1	1	1	1
기타비영업손익	-29	-33	-22	-21	-19
세전계속사업이익	264	299	487	840	910
법인세비용	59	136	112	185	200
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	204	162	375	655	710
지배주주순이익*	204	162	383	667	700
비지배주주순이익	0	0	-8	-12	10
기타포괄손익	4	5	-10	-9	4
총포괄손익	208	167	365	646	714

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	329	395	874	946	1,056
당기순이익	204	162	375	655	710
현금유입(유출)이없는수익	138	330	469	628	601
자산상각비	62	200	330	443	406
영업자산부채변동	44	18	122	-156	-60
매출채권및기타채권	-64	31	-6	-26	-6
재고자산감소(증가)	-28	-71	-21	-4	-3
매입채무및기타채무	119	-3	71	17	8
투자활동현금흐름	-562	-469	-526	-594	-467
투자활동현금유입액	198	513	899	360	62
유형자산	1	0	7	174	0
무형자산	0	0	0	35	2
투자활동현금유출액	761	982	1,426	954	529
유형자산	122	357	153	621	402
무형자산	35	133	45	93	46
재무활동현금흐름	-284	-361	-253	-106	-98
재무활동현금유입액	0	0	19	102	101
단기차입부채	0	0	0	55	17
장기차입부채	0	0	0	41	83
재무활동현금유출액	133	245	143	51	22
단기차입부채	0	0	0	50	13
장기차입부채	133	245	143	0	4
기타현금흐름	0	0	-17	-5	-0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	3	4	-3	0	0
현금변동	-514	-431	75	241	491
기초현금	1,106	591	160	235	476
기말현금	591	160	235	476	967

투자지표

(단위: 원, 백%)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	3,254	2,584	6,098	10,632	11,152
BPS*	31,061	31,877	35,785	43,779	52,200
CFPS	5,240	6,295	13,928	15,073	16,821
SPS	31,664	39,363	47,570	59,245	61,195
EBITDAPS	5,481	8,327	13,477	20,777	21,187
DPS (보통, 현금)	1,850	2,050	2,500	2,800	3,000
배당수익률 (보통, 현금)	5.5	3.0	3.6	3.0	3.2
배당성향 (보통, 현금)	56.8	79.3	41.0	26.3	26.9
PER*	10.3	26.7	11.4	8.8	8.4
PBR*	1.1	2.2	1.9	2.1	1.8
PCFR	6.4	10.9	5.0	6.2	5.6
PSR	1.1	1.8	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.1	9.1	5.7	4.7	4.4
재무비율					
매출액증가율	-0.7	24.3	20.9	24.5	3.3
영업이익증가율	-24.8	14.7	59.7	67.0	7.2
지배주주순이익증가율*	-74.3	-20.6	131.3	74.7	8.4
매출총이익률	61.0	62.0	62.5	62.5	62.7
영업이익률	14.2	13.1	17.3	23.2	24.0
EBITDA이익률	17.3	21.2	28.3	35.1	34.6
지배주주순이익률*	10.3	6.6	12.6	17.6	18.5
ROA	11.1	11.4	15.2	21.7	20.2
ROE	10.6	8.2	18.0	26.7	23.2
ROIC	22.9	11.7	19.8	31.7	31.6
부채비율	30.3	56.3	62.8	55.2	48.3
차입금비율	9.8	28.5	30.2	26.4	24.7
순차입금비율	-20.5	20.5	19.8	9.1	-4.8

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

자료: 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 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 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.

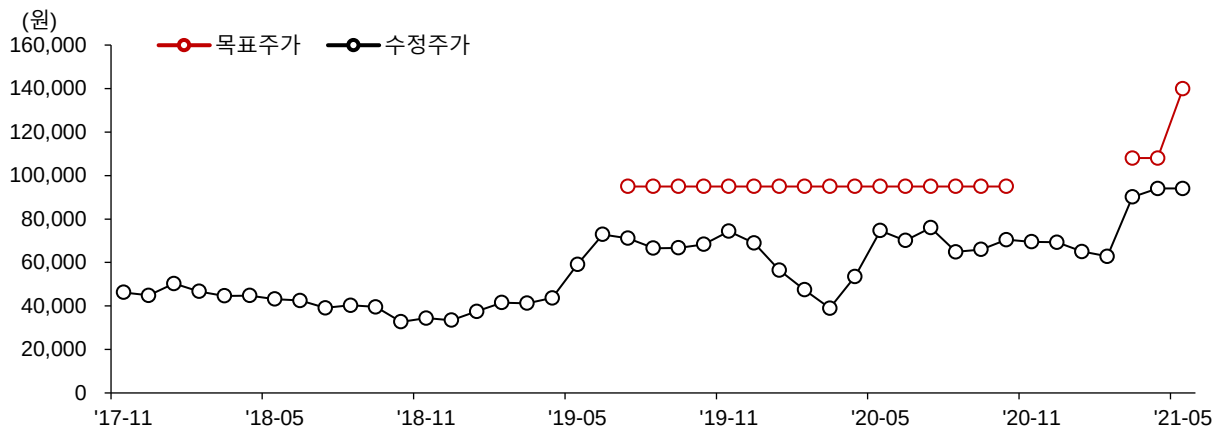
▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

골프존(215000)

일자	2019-07-15	2019-08-01	2019-10-30	2021-03-24	2021-05-03
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(신규)	BUY(TP 상향)
목표주가	95,000 원	95,000 원	95,000 원	108,000 원	
과리율(%)				*분석재개(담당자 변경)	
평균주가대비	-34.4%	-34.4%	-33.7%	-14.8%	
최고(최저)주가대비	-16.0%	-16.8%	-16.8%	-7.9%	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 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 : 2021.03.31)

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