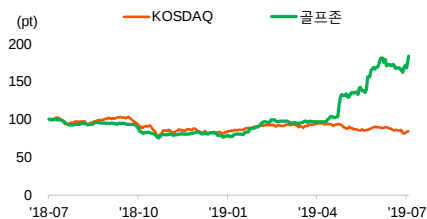


## 스크린 골프, 회식의 대표 문화가 되다

## BUY(신규)

|                    |                     |
|--------------------|---------------------|
| 목표주가               | 95,000 원            |
| 현재주가               | 77,600 원            |
| 목표수익률              | 22.4 %              |
| <b>Key Data</b>    | <b>2019년 7월 12일</b> |
| 산업분류               | 코스닥 IT SW           |
| KOSDAQ (pt)        | 681.17              |
| 시가총액 (억원)          | 4,870               |
| 발행주식수 (백만주)        | 6.2                 |
| 외국인 지분율 (%)        | 7.8                 |
| 52 주 고가 (원)        | 77,600              |
| 저가 (원)             | 31,800              |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 1.6                 |
| 주요주주               | (%)                 |
| 골프존유원홀딩스외1인        | 53.7                |
| 주가상승률 (%)          | 1M 6M 12M           |
| 절대주가               | 8.7 134.4 83.9      |
| 상대주가               | 15.6 136.2 121.2    |

## Relative Performance



## LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

## 1. 목표주가 95,000원 제시

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 95,000 원을 제시하며, 신규 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 6,356 원에 Target PER 15 배 적용.

동사에 대한 긍정적 시각은 ① <골프존파크> 가맹점 확대를 통한 실적 성장동력 확보. 이는 ② 업그레이드된 <TWOVISION+> S/W, ③ 주 52시간 근무제 시행으로 스크린 골프가 평일 레저용 스포츠로 안착. 2 차 성장기에 진입. ④ KIOSK 설치 등 상대적으로 타 프랜차이즈 가맹점 대비 최소 인력으로 경영 가능하는 등 경쟁력 기반으로 실적 기여도 상승 전망.

② 실내연습장 사업을 주도할 <GDR(Golfzon Driving Range)>. 판매량이 '17년 1,007 대에서 '18년 2,165 대로 증가. GDR 직영사업도 고성장 중. 수도권과 영남, 호남 지역으로 순조롭게 확장해 6월말 기준 42 개이며, 올해말까지 80 개까지 사이트를 확대할 계획. 동사의 중장기적으로 성장동력으로 기여할 전망.

## 2. '19년 실적전망

'19년 연결기준 실적전망은 매출액 2,439 억원(YoY+22.8%), 영업이익 498 억원(YoY+76.9%) 전망. 올해 실적 이슈는 ① <골프존파크> 가맹점 신규 출점 증가와 동반된 <TWOVISION+> H/W 매출 및 네트워크 서비스 매출 상승 기대, ② 골프연습장용 GDR 시스템 판매도 호조세. '19년 골프 시뮬레이터 매출은 2,254 억원(YoY+24.9%) 전망. 주 52시간 근무제 정착과 경쟁사 대비 높은 기술적 완성도 및 강력한 브랜드 경쟁력으로 성장 지속 전망.

## Valuation Forecast

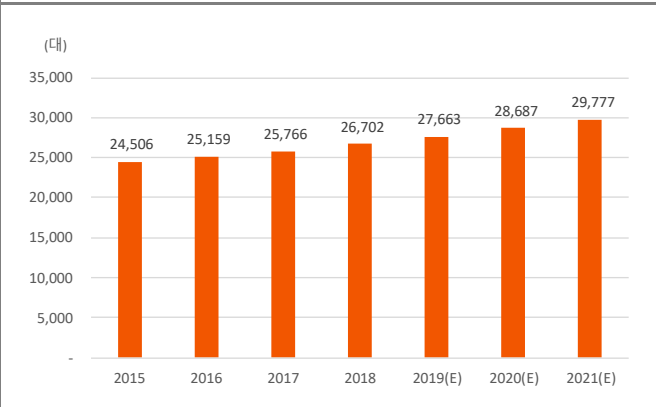
| 구분        | 단위 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019F | 2020F |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 억원 | 2,170 | 2,001 | 1,987 | 2,439 | 2,810 |
| 영업이익      | 억원 | 437   | 375   | 282   | 498   | 567   |
| 세전이익      | 억원 | 423   | 507   | 264   | 491   | 559   |
| 순이익       | 억원 | 365   | 794   | 204   | 373   | 425   |
| 지배순이익     | 억원 | 365   | 793   | 204   | 373   | 425   |
| PER       | 배  | 11.22 | 3.55  | 10.28 | 13.06 | 11.46 |
| PBR       | 배  | 3.40  | 1.49  | 1.08  | 2.32  | 2.02  |
| EV/EBITDA | 배  | 8.00  | 6.55  | 6.10  | 7.58  | 6.68  |

### 3. 기업개요

동사는 골프 시뮬레이터 판매 및 가맹/직영점을 운영하는 스크린 골프사업과 골프 시뮬레이터 설치 및 유지보수 사업 영위. '15 년 3 월 골프존뉴딘홀딩스로부터 스크린골프/유지보수사업 부문을 인적분할. 국내 골프시뮬레이터 시장은 약 12 여개의 국내외 업체가 경쟁하고 있으며, 동사의 '18 년 기준 누적 설치 시스템 수는 26,702 대. 향후 3 년간 신규수요 및 교체수요의 증가로 '21 년 29,777 대까지 성장할 것으로 전망.

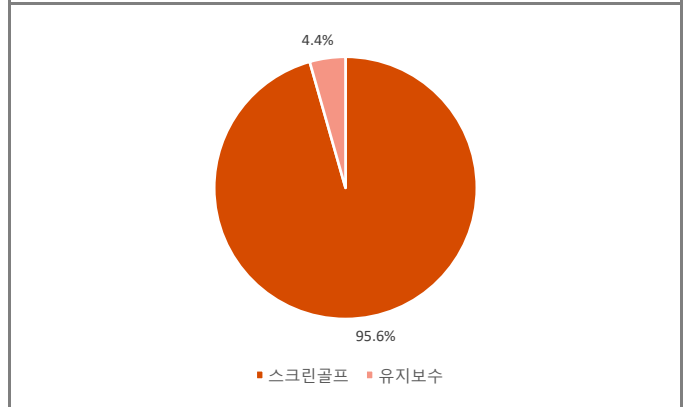
'19 년 1 분기 기준 주요 사업별 실적은 스크린골프 591 억원(매출비중: 95.6%), 유지보수 27 억원(4.4%). 스크린 골프 사업부문은 골프시뮬레이터 판매 및 온라인 서비스 535 억원(매출비중 90.1%), 광고/제휴 24 억원(4.1%), 직영사업 20 억원(3.4%), 기타 11 억원(1.9%) 등으로 구성.

Exhibit 1. 국내 골프시뮬레이터 시스템의 누적 설치 수



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. '19 년 1 분기 기준, 사업부별 매출비중



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 골프 시뮬레이터의 주요 제품 및 특징

| 구분             |                | 제품 개요 및 기능                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 대분류            | 소분류            |                                                                                                                                                                                                                                |
| Golf Simulator | Real           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- IR(적외선) 센서 기반 골프 시뮬레이터</li> <li>- 골프 시뮬레이터는 국내외 실제 골프코스를 3D 그래픽으로 재현</li> </ul>                                                                                                       |
|                | Vision plus    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vision(카메라) 센서기반 골프 시뮬레이터</li> <li>- 온라인 기반의 네트워크 서비스는 Real 제품과 동일</li> </ul>                                                                                                         |
|                | Twovision      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 직각형 카메라 센서기반 &amp; 듀얼스크린 골프 시뮬레이터</li> <li>- 온라인 기반의 네트워크 서비스는 기존 콘텐츠에 투어모드, 앱로그인, 아디지북 등 추가 콘텐츠 제공</li> </ul>                                                                        |
|                | Twovision plus | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 타석부와 가격부 개별 구동이 가능한 듀얼플레이트로 다양한 경사도 구현</li> <li>- 페어웨이 매트 끝에서 LED를 통해 홀 방향과 퍼팅 스트로크 방향이 표시되는 LED 퍼팅 가이드 제공</li> <li>- 6개의 분리된 스피커출력과 HRTF(5.1채널 사운드)적용으로 현장감, 공간감, 입체감을 구현</li> </ul> |

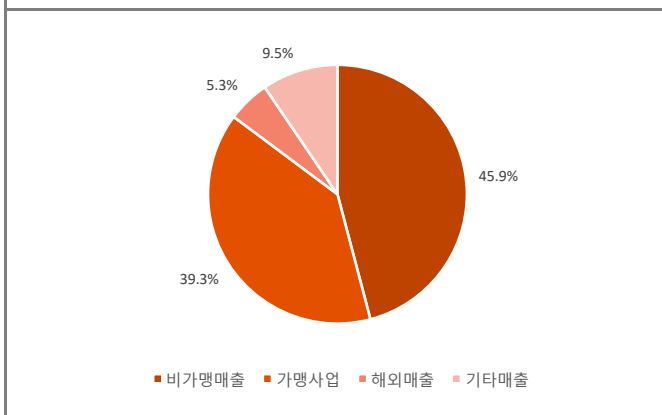
Source: Company Data, Leading Research Center

#### 4. 골프존 파크

'17년 1월부터 <골프존파크> 브랜드로 가맹점 사업 영위. '19년 1분기 기준 951개 매장을 확보. 6월말 기준 1,030개 가맹점을 확보했고, 연말까지 1,200개의 가맹점을 확보할 계획. 가맹점 전용 골프 시뮬레이터를 출시하여, 기존 개인사업자를 <골프존파크>가맹점으로 전환을 유도. 이는 국내 스크린 골프 시장이 성숙기에 진입한 가운데, 매장 간 영업 보호 및 지역별 가격안정화를 위한 전략.

<골프존파크>의 시장침투 속도 주목. 이는 ① 지속적인 R&D로 타격감이 높은 <TWOVISION+>S/W를 개발. <TWOVISION>은 90도 각도에 센서가 위치하고, 기존 센서보다 더 정확하게 스윙 및 볼 궤도를 측정하고, 헤드의 타격부분과 각도를 측정하는 기술이 추가. 센싱 알고리즘도 개선하여 드라이버의 탑스핀, 아이언의 사이드 스핀도 스크린에 구현 가능. ② 주 52시간(법정근로 40시간 + 연장근로 12시간) 근무제 시행으로 스크린 골프가 평일 레저용 스포츠로 안착하며, 2차 성장기에 진입. ③ 상대적으로 타 프랜차이즈 가맹점 대비 스크린 골프는 최소 인력으로 경영이 가능하다는 점도 가맹점 확대에 기여.

Exhibit 4. 사업군별 매출 비중



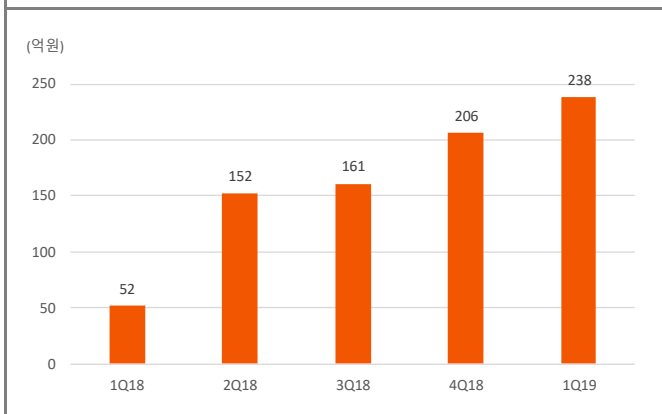
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. Twovision 시스템 주요 구성품



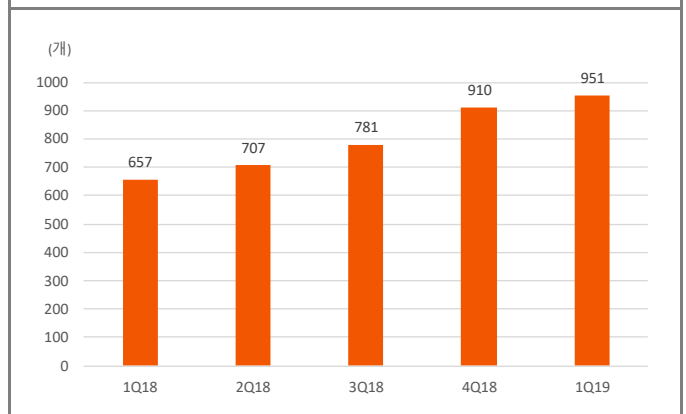
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 골프존파크 가맹사업 매출 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 골프존파크 가맹점 누적 가입 현황



Source: Company Data, Leading Research Center

## 5. 골프연습장 시장 진출

국내 실내 골프연습장은 전국적으로 1 만개가 운영 중. 상당 수는 타석 수 10 개 내외의 소규모의 아날로그 시스템으로 레슨 프로에 의존한 연습장. 이제 전환기를 맞이하여 규모도 타석 수 20 개 이상으로 확장되고, KIOSK 가 설치되는 등 시스템의 디지털화로 체계적인 레슨이 가능한 실내 골프 연습장으로 전환 추세.

동사의 <GDR(Golfzon Driving Range)>이 이러한 변화를 주도. 경쟁사 대비 **차별화 요소는 <GEA(Golfzon Elite Academy)>**. 하반기 레슨 코치를 육성하는 코칭 스쿨을 통해 티칭프로 마다 레슨 성향이 다른 점 등을 보완할 계획. 다양한 레슨 프로그램을 만들어 회원이 선택해서 레슨 진행이 가능.

이를 반영하듯 연습전용 시뮬레이터 <GDR>의 판매량이 '17 년 1,007 대에서 '18 년 2,165 대로 증가. GDR 직영사업도 고성장 중. 수도권과 영남, 호남 지역으로 순조롭게 확장해 6 월말 기준 42 개이며, 올해말까지 80 개까지 사이트를 확대할 계획. 동사의 중장기적으로 성장동력으로 기여할 전망.

Exhibit 8. <GDR> 시스템 구성



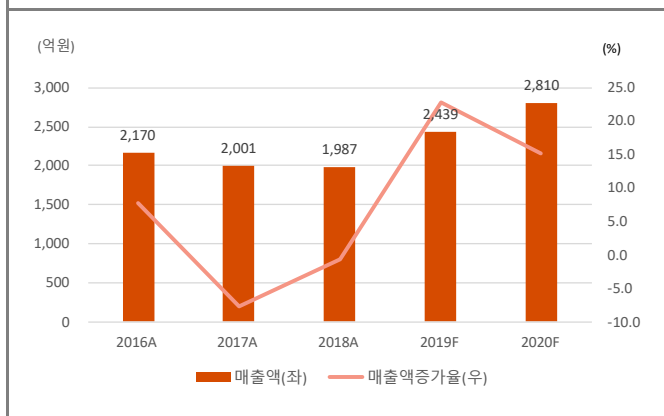
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 골프 스윙 교정



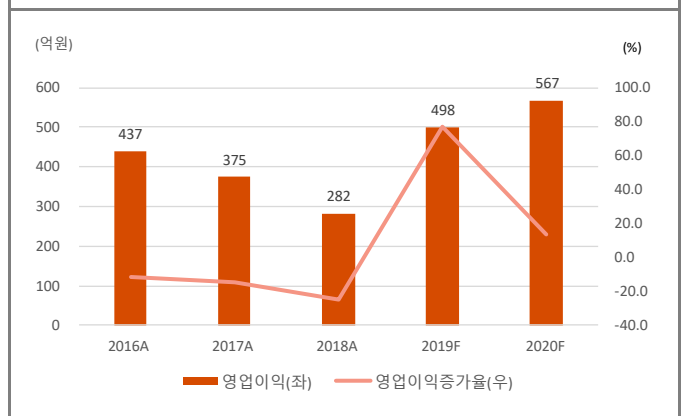
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 매출액 및 매출액성장률



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 영업이익 및 영업이익성장률



Source: Company data, Leading Research Center

## 재무제표

## 재무상태표

| (단위: 억원)     | 2016A | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자산총계</b>  | 1,879 | 2,537 | 2,541 | 3,234 | 3,640 |
| 유동자산         | 898   | 1,606 | 1,453 | 1,618 | 1,821 |
| 현금및현금성자산     | 314   | 1,106 | 591   | 803   | 904   |
| 단기금융자산       | 265   | 140   | 507   | 446   | 502   |
| 매출채권및기타채권    | 166   | 210   | 212   | 212   | 238   |
| 재고자산         | 127   | 131   | 105   | 124   | 139   |
| 비유동자산        | 981   | 931   | 1,088 | 1,616 | 1,819 |
| 장기금융자산       | 68    | 12    | 11    | 67    | 75    |
| 관계기업등투자자산    | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산         | 731   | 716   | 836   | 929   | 1,046 |
| 무형자산         | 65    | 78    | 96    | 114   | 128   |
| <b>부채총계</b>  | 673   | 643   | 591   | 1,136 | 1,226 |
| 유동부채         | 565   | 519   | 543   | 804   | 904   |
| 단기차입부채       | 275   | 233   | 183   | 263   | 296   |
| 기타단기금융부채     | 0     | 1     | 2     | 1     | 1     |
| 매입채무및기타채무    | 166   | 171   | 206   | 329   | 371   |
| 비유동부채        | 108   | 124   | 48    | 333   | 321   |
| 장기차입부채       | 75    | 92    | 8     | 252   | 283   |
| 기타장기금융부채     | 0     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| <b>자본총계*</b> | 1,206 | 1,894 | 1,949 | 2,098 | 2,414 |
| 지배주주지분*      | 1,206 | 1,893 | 1,949 | 2,098 | 2,414 |
| 비지배주주지분      | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

## 현금흐름표

| (단위: 억원)            | 2016A | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | 352   | 804   | 329   | 557   | 508   |
| 당기순이익               | 365   | 794   | 204   | 373   | 425   |
| 현금유입(유출)이없는수익(비용)   | 230   | -159  | 138   | 255   | 285   |
| 자산상각비               | 74    | 55    | 62    | 144   | 162   |
| 영업자산부채변동            | -168  | -109  | 44    | 3     | -78   |
| 매출채권및기타채권감소(증가)     | -17   | -39   | -64   | -3    | -27   |
| 재고자산감소(증가)          | -54   | 1     | -28   | -24   | -16   |
| 매입채무및기타채무증가(감소)     | 13    | 10    | 119   | -6    | 41    |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -336  | 118   | -562  | -267  | -365  |
| 투자활동현금유입액           | 590   | 233   | 198   | 101   | 0     |
| 유형자산                | 11    | 4     | 1     | 0     | 0     |
| 무형자산                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 투자활동현금유출액           | 926   | 114   | 761   | 368   | 365   |
| 유형자산                | 37    | 45    | 122   | 205   | 245   |
| 무형자산                | 30    | 36    | 35    | 48    | 48    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -250  | -125  | -284  | -81   | -44   |
| 재무활동현금유입액           | 0     | 0     | 0     | 50    | 72    |
| 단기차입부채              | 0     | 0     | 0     | 22    | 33    |
| 장기차입부채              | 0     | 0     | 0     | 21    | 32    |
| 재무활동현금유출액           | 0     | 25    | 133   | 15    | 0     |
| 단기차입부채              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입부채              | 0     | 25    | 133   | 15    | 0     |
| 기타현금흐름              | 2     | -5    | 3     | 1     | 2     |
| 연결범위변동효과            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 환율변동효과              | 0     | 0     | 0     | 24    | 0     |
| <b>현금변동</b>         | -232  | 792   | -514  | 234   | 101   |
| 기초현금                | 545   | 314   | 1,106 | 591   | 803   |
| <b>기말현금</b>         | 314   | 1,106 | 591   | 825   | 904   |

## 포괄손익계산서

| (단위: 억원)        | 2016A | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 2,170 | 2,001 | 1,987 | 2,439 | 2,810 |
| 매출원가            | 754   | 690   | 776   | 943   | 1,098 |
| <b>매출총이익</b>    | 1,416 | 1,311 | 1,211 | 1,497 | 1,712 |
| 판매비와관리비         | 978   | 936   | 930   | 998   | 1,145 |
| <b>영업이익</b>     | 437   | 375   | 282   | 498   | 567   |
| EBITDA          | 512   | 430   | 344   | 642   | 729   |
| 비영업손익           | -14   | 133   | -18   | -7    | -8    |
| 이자수익            | 11    | 16    | 20    | 20    | 23    |
| 이자비용            | 8     | 7     | 7     | 11    | 13    |
| 배당수익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환손익            | 1     | -5    | -1    | 2     | 2     |
| 관계기업등관련손익       | 0     | -0    | -1    | -1    | -1    |
| 기타비영업손익         | -18   | 129   | -29   | -17   | -19   |
| <b>세전계속사업이익</b> | 423   | 507   | 264   | 491   | 559   |
| 법인세비용           | 68    | -287  | 59    | 118   | 134   |
| 연결실체변동관련손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 중단사업이익          | 10    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익*</b>   | 365   | 794   | 204   | 373   | 425   |
| 지배주주순이익*        | 365   | 793   | 204   | 373   | 425   |
| 비지배주주순이익        | -0    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄손익          | 3     | -6    | 4     | 8     | 8     |
| <b>총포괄손익</b>    | 368   | 788   | 208   | 381   | 432   |

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

## 투자지표

| (단위: 원, 배, %)      | 2016A  | 2017A  | 2018A  | 2019F  | 2020F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표 및 주가배수</b> |        |        |        |        |        |
| EPS*               | 5,822  | 12,639 | 3,254  | 5,943  | 6,769  |
| BPS*               | 19,218 | 30,160 | 31,061 | 33,426 | 38,466 |
| CFPS               | 5,615  | 12,808 | 5,240  | 8,879  | 8,091  |
| SPS                | 34,574 | 31,887 | 31,664 | 38,870 | 44,778 |
| EBITDAPS           | 8,157  | 6,848  | 5,481  | 10,233 | 11,621 |
| DPS (보통, 현금)       | 1,600  | 2,400  | 1,850  | 1,850  | 1,850  |
| 배당수익률 (보통, 현금)     | 2.4    | 5.3    | 5.5    | 2.4    | 2.4    |
| 배당성향 (보통, 현금)      | 27.5   | 19.0   | 56.8   | 31.1   | 27.3   |
| PER*               | 11.2   | 3.5    | 10.3   | 13.1   | 11.5   |
| PBR*               | 3.4    | 1.5    | 1.1    | 2.3    | 2.0    |
| PCFR               | 11.6   | 3.5    | 6.4    | 8.7    | 9.6    |
| PSR                | 1.9    | 1.4    | 1.1    | 2.0    | 1.7    |
| EV/EBITDA          | 8.0    | 6.5    | 6.1    | 7.6    | 6.7    |
| <b>재무비율</b>        |        |        |        |        |        |
| 매출액증가율             | 7.6    | -7.8   | -0.7   | 22.8   | 15.2   |
| 영업이익증가율            | -11.8  | -14.4  | -24.8  | 76.9   | 13.9   |
| 지배주주순이익증가율*        | 0.0    | 117.3  | -74.3  | 82.6   | 13.9   |
| 매출총이익률             | 65.3   | 65.5   | 61.0   | 61.4   | 60.9   |
| 영업이익률              | 20.2   | 18.7   | 14.2   | 20.4   | 20.2   |
| EBITDA이익률          | 23.6   | 21.5   | 17.3   | 26.3   | 26.0   |
| 지배주주순이익률*          | 16.8   | 39.7   | 10.3   | 15.3   | 15.1   |
| ROA                | 23.9   | 17.0   | 11.1   | 17.3   | 16.5   |
| ROE                | 31.8   | 51.2   | 10.6   | 18.4   | 18.8   |
| ROIC               | 43.8   | 65.6   | 22.9   | 34.0   | 32.0   |
| 부채비율               | 55.8   | 33.9   | 30.3   | 54.2   | 50.8   |
| 차입금비율              | 29.0   | 17.2   | 9.8    | 24.5   | 24.0   |
| 순차입금비율             | -11.8  | -41.3  | -20.5  | -13.8  | -13.5  |

(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 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.

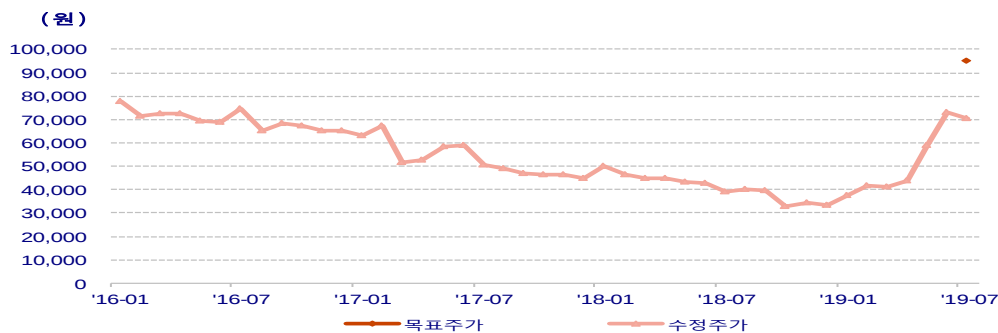
### ▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

#### 골프존(215000)

|            |           |
|------------|-----------|
| 일자         | 2019-7-15 |
| 투자의견       | BUY(신규)   |
| 목표주가       | 95,000 원  |
| 과리율(%)     |           |
| 평균주가대비     | -         |
| 최고(최저)주가대비 | -         |

\* 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 : 2019.6.31)

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