

골프존 (121440)

BUY (Initiate)

주가(3/4) 58,500원
목표주가 75,000원

2013. 3. 5

경쟁자가 없다!!

리얼에 이어 비전까지 이어지는 업그레이드로 필드와 가장 유사한 스크린 골프를 재현, 골프존을 선택해서 즐기는 유저가 증가함에 따라 사이트와 라운딩 수에서 절대적 우위를 확보했음. 따라서 시스템 개선을 통한 단가 조정 여력이 충분해 이익 개선 가능성이 높고, 비전 보급률 상승에 따라 교체 수요도 빠르게 증가할 것임. 결국 GS 판매를 통한 외형 성장에서 네트워크 서비스를 통한 이익 증가와 필드 사업 확대가 동시에 진행되는 국면 진입이 기대됨.



운송/레저

Analyst 조병희 02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

이희재 3787-4704

heejae0403@kiwoom.com

키움증권

골프존 (121440)



Stock Data

KOSDAQ (3/4)	537.38pt	
시가총액(억원)	7,186억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	74,000원	51,200원
최고/최저가 대비 등락율	-20.95%	14.26%
수익률	절대	상대
	1M	4.7%
	6M	5.8%
	1Y	-6.8%
		-2.4%
		-0.1%
		-5.7%

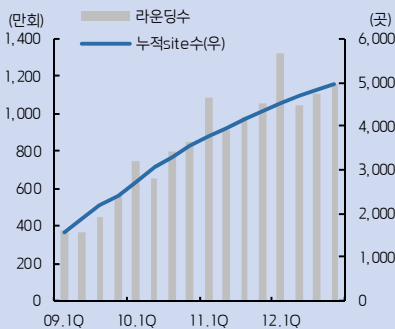
Company Data

발행주식수(천주)	12,283천주
일평균 거래량(3M)	69천주
외국인 지분율	1.59%
배당수익률(13.E)	2.08%
BPS(13.E)	39,737원
주요 주주	김원일 외 1인
	60.6%

Price Trend



분기별 라운딩수와 누적site수



Contents

Summary

3

- > 목표주가 75,000원, 투자의견 BUY로 Coverage 개시 3
- > 연간 4천6백만회의 라운딩과
5천여 개 site에서 나오는 높은 지배력 3
- > 필드와 유사한 플레이를 위한 비전 교체와
GDR 사업 확대 기대 3

I. 필드 플레이어의 갈등을 해소하며 급성장

4

- > 골퍼는 필드를 선호,
따라서 필드와 근접한 환경 제공이 열쇠 4
- > Site와 GS 판매 등 시장 포화에 대한 우려 5

II. 경쟁자가 없는 시장

6

- > 유료화율 10 4Q 27.1% → 12 4Q 90.7%로 급등 6
- > 골프에 대한 접근성 확대를 통한 골프 인구 확대 7
- > 3R(비전)으로의 교체 속도 가속화 8
- > GDR 기계 렌탈 사업으로 실내 연습장 시장 진입 9
- > 방대한 회원을 바탕으로
실제 필드와의 연계 서비스 확대 10
- > 해외 진출과 유통업은 시장 확대를 위한 포석 11

III. Valuation

12

- > 5천개의 사이트와 1백만 회원을 통한
M/S에 대한 프리미엄 12

- > 당사는 3월 4일 현재 '골프존 (121440)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Summary

>>> 목표주가 75,000원, 투자의견 BUY로 Coverage 개시

골프존은 지난 3년 동안 연평균 Site수 27.9%, 누적 GS 판매대수 40.3% 증가를 통해 매출액과 영업이익이 각각 28.0%와 14.2%씩 증가하는 높은 성장세를 이어왔음. 하지만 골프존 site수가 5천여개에 달하면서 시장 포화와 GS 추가 판매 여력에 대한 우려로 다소 부진한 주가 흐름이 이어지고 있음. 하지만 우리는 목표주가 '75,000원'과 투자의견 'BUY'로 신규 Coverage를 개시함.

>>> 연간 4천6백만회의 라운딩과 5천여 개 site에서 나오는 높은 지배력

대부분의 골퍼는 필드에서의 라운딩을 가장 선호하지만 필드까지의 이동 거리와 시간, 비용, 날씨 등의 제약 요건으로 인해 스크린 골프를 선택함. 골프존은 리얼에 이어 비전까지 지속적인 업그레이드를 통해 필드와 가장 근접한 스크린 골프 환경을 제공하며 단순히 스크린 골프를 즐기는 것이 아니라 골프존을 선택해서 즐기는 상황을 만들었음. 또한 전국 5천여개의 site를 통한 접근성 강화는 신규 골프 인구 유입으로 이어지며 지난 해 4천6백만회가 넘는 라운딩수의 추가 성장이 계속되고 있음. 라운딩 당 네트워크 서비스 단가는 리얼 도입 이후 변화가 없었는데 기존 캐디나 컬러 볼 서비스 등과 달리 HD CC와 같은 전반적 게임 업그레이드를 통한 인상 시도는 큰 폭의 이익 증가로 이어질 것임. 이미 스크린 골프 시장에서 높은 지배력을 확보해 라운딩 당 1천원 내외의 가격 인상이 업주 입장에서는 비전 교체처럼 추가 투자 비용이 크지 않고 유저 입장에서도 라운딩 당 요금 인상 폭이 크지 않아 유저들의 라운딩수 증가는 지속될 것으로 예상함.

>>> 필드와 유사한 플레이를 위한 비전 교체와 GDR 사업 확대 기대

신규 GS판매 속도는 둔화될 가능성이 높지만 실제 필드와 유사한 플레이를 선호하는 유저들의 요구는 비전 설비 교체 수요로 연결될 것임. 지난 해 말 비전 보급율은 15.5%에 불과하지만 최근 비전 중심의 site가 증가하고 있어 고객 유치를 위한 교체 수요가 예상되기 때문임. 또한 직영점 중심으로 성장에 제한적이었던 GDR 부문은 하반기 렌탈 사업을 추가하며 공의 거리와 방향을 확인하지 못하는 실내 연습장의 불편함을 해소하며 활성화가 기대됨. 여기에 선운산CC 운영 경험과 1백2십만명에 달하는 회원을 바탕으로 한 부킹 서비스와 골프장 운영 사업은 골프존을 단순한 스크린 골프 업체가 아닌 종합 골프 서비스 업체로 자리매김하게 만들 것으로 기대함. 따라서 추가 이익 개선 여력이 남아 있다는 점에서 13년 예상 EPS 대비 PER 14배 수준인 '75,000원'과 투자의견 'BUY'로 Coverage를 개시함.

골프존 주요 지표와 추정치

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1QE	13.2QE	13.3QE	13.4QE	2012	2013E
국내 R 형판매대수(대)	500	448	299	269	215	211	195	190	1,516	812
국내비전판매대수(대)	190	519	315	383	347	364	367	370	1,407	1,447
국내 R 형교체대수(대)	600	520	219	154	125	125	130	130	1,493	510
국내비전교체대수(대)	333	672	466	534	608	621	487	765	2,005	2,481
해외판매대수(대)	55	36	94	108	70	70	80	80	293	300
라운딩수(만회)	1,320	1,040	1,109	1,159	1,409	1,137	1,185	1,235	4,629	4,967
유료라운딩수(만회)	1,015	846	969	1,052	1,322	1,071	1,142	1,214	3,883	4,749
유료이용률(%)	77.8	81.4	87.4	90.7	93.8	94.2	96.3	98.3	83.9	95.6
누적 Site(곳)	4,516	4,705	4,843	4,981	5,101	5,218	5,333	5,445	4,981	5,445

자료: 골프존, 키움증권 리서치센터, 주: 단위는 억원

I. 필드 플레이어의 갈등을 해소하며 급성장

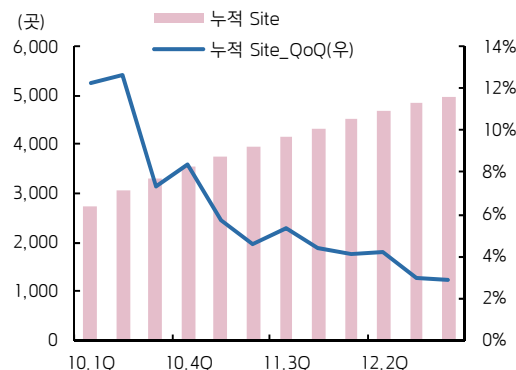
>>> 골퍼는 필드를 선호, 따라서 필드와 근접한 환경 제공이 열쇠

비전까지의 지속적인 업그레이드로 필드와 가장 유사한 스크린 골프 환경 제공

골프를 즐기는 사람은 필드에서의 플레이를 가장 선호한다. 하지만 실제 필드 플레이를 위해서는 이동 시간과 비싼 그린 피, 기후 변수, 그리고 플레이 가능 시간 등에 대한 제약이 있어 집 혹은 회사 근처에서 24시간 플레이가 가능한 스크린 골프를 이용한다. 골프존은 08년 초기 Golf Simulator(이하 GS)인 모델 명 N 판매를 시작했고, 11년 2세대 리얼(모델 명 R)과 12년 3세대 비전(모델 명 3R)을 출시하며 스크린 골프 시장에서의 점유율을 높여왔다.

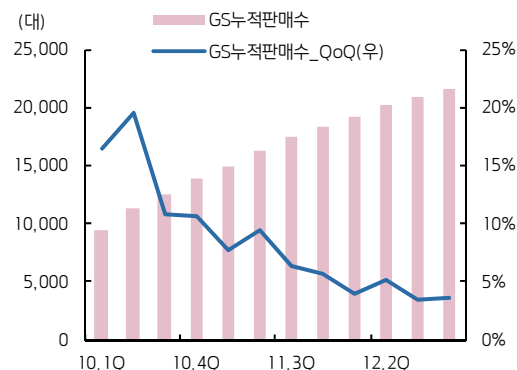
초기 스크린 골프는 실제 필드에서의 플레이와 많은 차이가 있어 필드 플레이어의 스크린 골프 유입이 다소 더디게 진행됐지만 3세대까지의 지속적인 업그레이드를 통해 실제 필드에서와 유사한 플레이 환경을 제공하면서 다른 경쟁자들을 제치고 스크린 골프 시장에서 절대 강자의 지위를 확보, 지난 3년간 연평균 27.9%의 사이트 수와 28.0%의 매출 성장을 이어왔다.

골프존 누적 사이트 수와 QoQ 증감률



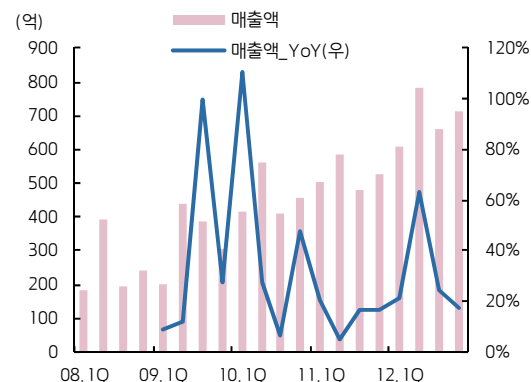
자료: 골프존

GS 누적 판매대수와 QoQ 증감률



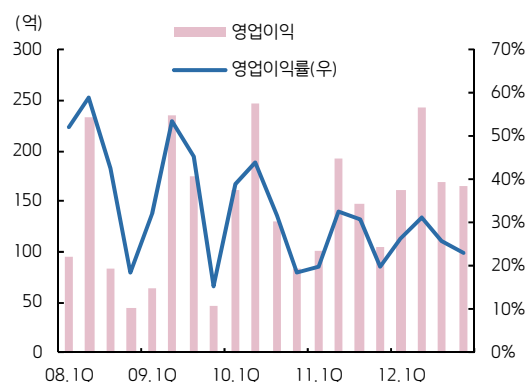
자료: 골프존

골프존 매출액과 YoY 증감률



자료: 골프존

골프존 영업이익과 영업이익률



자료: 골프존

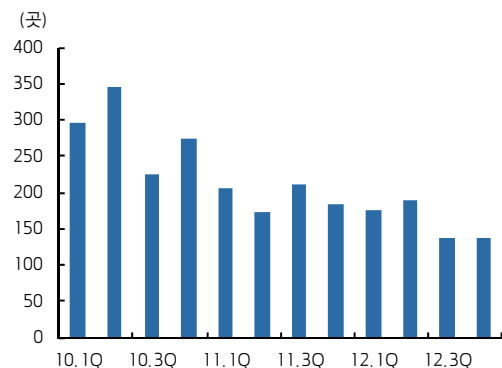
>>> Site와 GS 판매 등 시장 포화에 대한 우려

추가 성장에 대한 우려가 12년까지의 높은 성장에도 주가 부진으로 연결

12년 말 골프존 스크린 골프장 수는 09년 1분기 1천5백개로 시작한 이후 4천9백개까지 확대됐다. 전국 편의점 수가 2만5천여 개 수준이고 대형 빅3도 각각 7천여 개 점포 수준이라는 점 등으로 인해 골프존 site 포화에 대한 부담이 제기되고 있다. 우리는 아직 사이트 당 라운딩 수가 급격하게 감소하고 있지 않아 15년말 6천여 개 사이트까지 20% 내외 추가 성장이 가능할 것으로 전망하고 있다. 하지만 신규 사이트 오픈 속도가 과거에 비해 느려지고 있고, 사이트 당 평균 4.7대 수준의 GS 대수가 급격하게 확대되지 않는다면 GS 신규 판매 둔화 가능성이 높은 것은 사실이다.

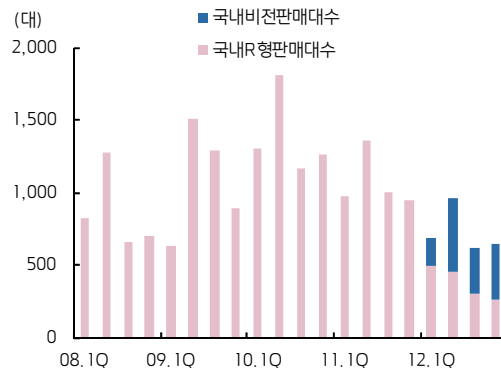
GS판매 단가는 리얼이 3천만원, 비전 4천5백만원으로 높아 매출 성장동력이었고 GS판매 매출 비중은 지난 08년 2분기 96.1% 이후 지난 해 말 35.2%까지 낮아지고 있어 추가 GS판매 둔화 우려가 12년까지의 높은 성장에도 불구하고 주가 부진으로 연결되고 있다. 또한 계속 언론에 언급되는 골프장 회원권 가격 하락은 골프 인구 감소에 대한 우려로, 90% 수준을 상회하는 유료 라운딩 비율도 추가 증가 여력이 제한적이라는 우려로 연결되고 있다. 결국 스크린 골프 시장이 감소하는 골프 인구로 인해 포화상태에 이르렀고, 골프존도 성장성 둔화와 수익성 하락이 함께 나타나는 시기로 진입하는 것에 대한 우려로 요약할 수 있겠다.

골프존 신규 사이트



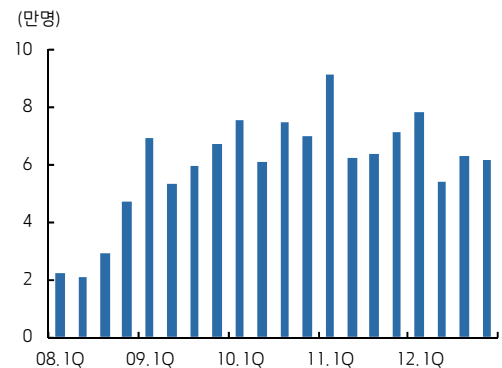
자료: 골프존

국내 GS 신규 판매 대수



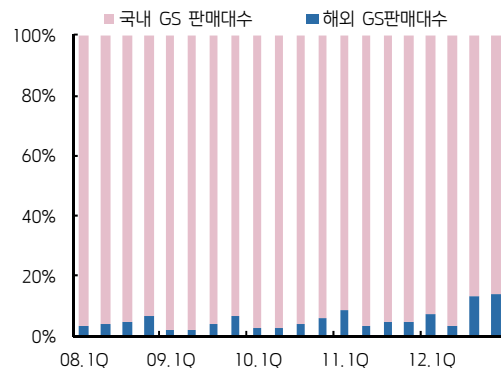
자료: 골프존

골프존 신규 회원수



자료: 골프존

GS 국내와 해외 판매 비율 추이



자료: 골프존

II. 경쟁자가 없는 시장

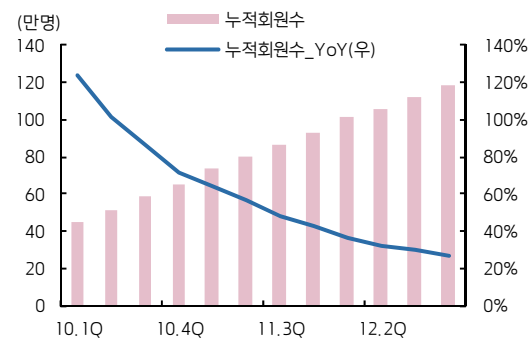
>>> 유료화율 10 4Q 27.1% → 12 4Q 90.7%로 급등

연간 4천6백만 라운딩수와 전국 5천여 개 site의 접근성에 따른 단가 인상 가능할 듯

네트워크 서비스 사업은 리얼 도입과 함께 골프장 이용료로 라운딩 당 2천원씩을 징수하고 있고 초기 N모델 이용객만 무료 라운딩이 가능하다. 현재 유료 라운딩 비율은 90%를 상회하고 있는데 관건은 유저들의 이탈 없는 단가 인상 여부가 될 것이다.

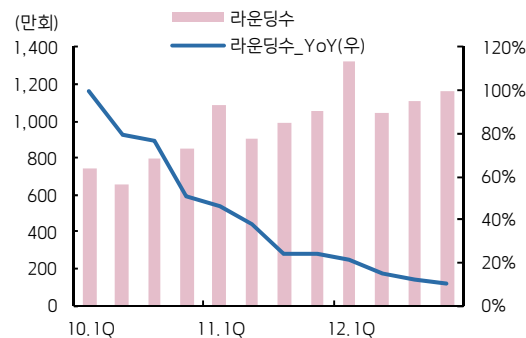
골프존은 리얼 도입 이후 네트워크 서비스 단가를 올리지 않았지만 비전 GS 구입 및 교체 비용이 site 점주들에게 발생함에 따라 스크린 골프 유저들의 라운딩 요금 인상은 불가피했다. 하지만 도입 예정인 HD CC와 같은 추가 서비스의 경우 빔 프로젝터 같은 일부 설비 교체만 필요하다는 점에서 급격한 요금 인상으로 인한 유저들의 이탈 가능성은 낮을 것이다. 특히 기존 캐디와 골프공 등의 유료 서비스는 결제의 불편함과 승부에 영향을 미치는 측면에서 활용도가 높지 않았지만 전반적인 게임의 질을 향상시키는 1천원 내외의 부가서비스는 활성화 가능성이 높다. 지속적 업그레이드를 통해 골프존을 선택해서 스크린 골프를 즐기는 유저들을 증가시켰고 이와 함께 확보한 전국 5천여개의 site는 골프존의 브랜드 가치를 더욱 높게 만들어 site와 회원수가 13년에도 계속 증가할 것으로 예상하며 이를 통해 단가 조정 이후에도 라운딩수와 유료화율이 동시에 상승하는 긍정적 순환 구조가 가능할 것이다.

골프존 회원수와 YoY 증감률



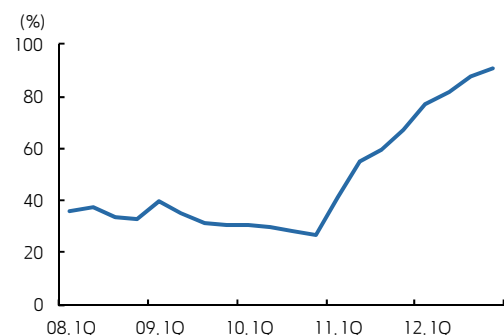
자료: 골프존

골프존 라운딩 수와 YoY 증감률



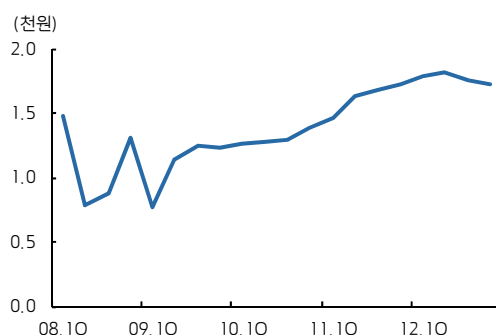
자료: 골프존

유료 라운딩 비율



자료: 골프존

라운딩 당 네트워크 서비스 단가 추이



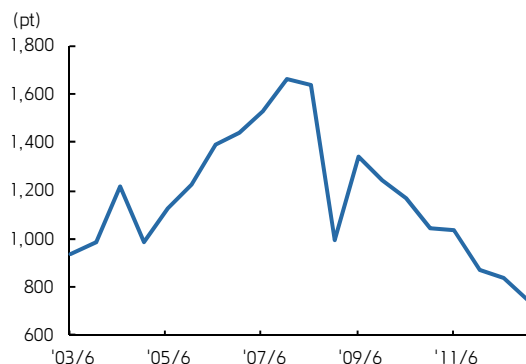
자료: 골프존, 키움증권 리서치센터

>>> 골프에 대한 접근성 확대를 통한 골프 인구 확대

골프장 회원권 가격 하락과 달리 골프장 이용객수는 안정적 성장 중

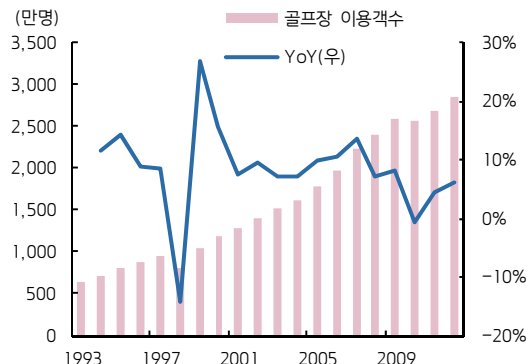
골프 산업에 대한 또 다른 오해는 골프 인구가 감소하고 있어 스크린 골프 가능 인구의 증가 여력이 제한적이라는 것이다. 이런 우려의 근거는 지속적인 골프 회원권 가격 하락에 있다. 지난 07년 고점 이후 골프 회원권 가격 하락세가 이어지고 있는 것은 사실이지만 골프장 수, 특히 퍼블릭 골프장의 수가 크게 증가함에 따른 영향이 클 것이다. 지난 20년간 전국 골프장수가 연평균 9.0%씩 증가하는 가운데 퍼블릭 골프장은 14.6%씩 증가했다. 반면 골프장 이용객수는 98년과 10년 등 경기 침체가 극심했던 시기를 제외하면 고가의 회원권과 높은 그린 피, 4인 플레이 구성 부담에도 안정적인 성장을 이어왔고 특히 스크린 골프가 활성화되며 기존에 골프를 접하기 어려웠던 젊은 층의 골프에 대한 접근성 확대로 골프장 이용객수는 다시 증가하고 있다. 즉 최근의 골프장 회원권 가격 하락은 골프 매력도 하락에 따른 골프 인구 감소 때문이 아니라 지나치게 빠르게 증가한 골프장 수에 따른 이슈라고 판단한다.

매경 골프 회원권 지수 추이



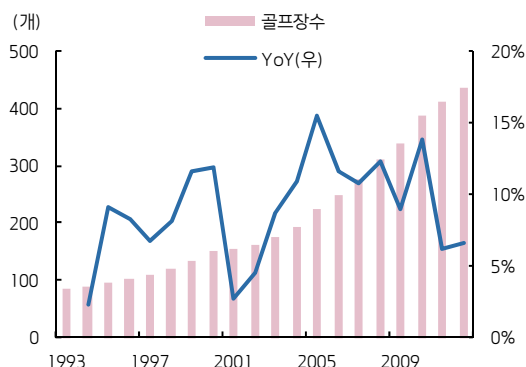
자료: 매일경제골프, 주: 2005/1=1000

골프장 이용객수와 YoY 증감률



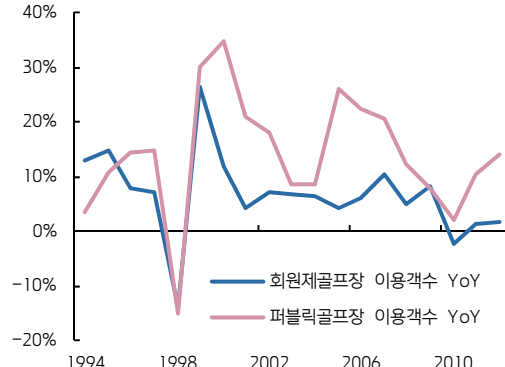
자료: 문화체육관광부, 한국골프장경영협회

골프장 수와 YoY 증감률



자료: 문화체육관광부, 한국골프장경영협회

회원제와 퍼블릭 골프장 이용객수 YoY 증감률



자료: 문화체육관광부, 한국골프장경영협회

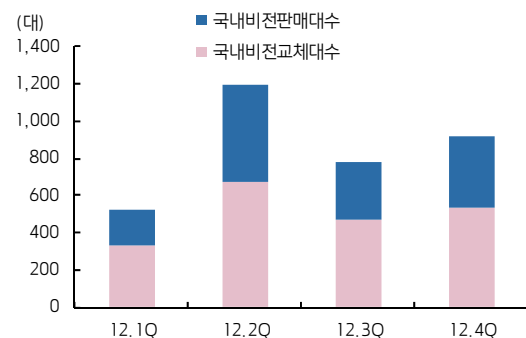
>>> 3R(비전)으로의 교체 속도 가속화

필드와 더욱 근접한 플레이에 대한 요구는 비전 교체 수요로 연결

GS 신규 판매 외에 기존 리얼에서 비전으로의 교체 수요도 계속 이어질 것이다. 12년 말 비전의 보급률은 15.5%로 높지 않다. 상대적으로 높은 비전 GS 가격 부담과 성공적으로 운영되고 있는 기존 리얼에 대한 만족도가 함께 작용하고 있는 것이다. 기존 업주 입장에서는 여전히 영업이 잘 되는 상황에서 GS 당 2천만원을 추가 투입해 비전으로 교체하는 것이 부담이 될 수 있고 라운딩 비용이 인상된 가운데 유저가 더 높은 비용을 지불한 만큼의 큰 차이를 느끼지 못하고 기존에 익숙하고 가격도 저렴한 시스템을 선호한다면 투자 필요성이 낮기 때문이다.

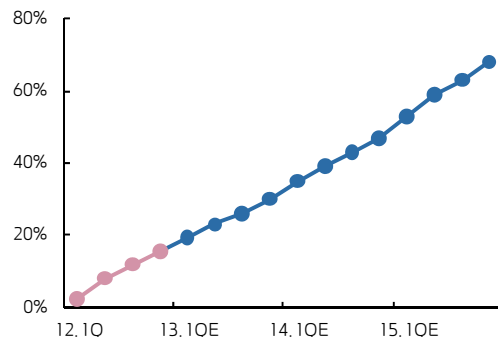
아직 비전과 리얼 라운딩 횟수를 따로 구분할 수 있는 데이터는 없어 점주들 입장에서 교체 수요가 얼마나 강한지 예상하기는 어렵다. 하지만 스크린 골프를 즐기는 사람들이 단순히 골프 스윙을 하는 전자 오락 개념이 아니라 실제와 흡사한 플레이를 선호한다는 점에서 업그레이드가 이루어진 비전에 대한 수요는 계속 높아질 것이다. 특히 기존 리얼의 경우 완전한 신형이라기 보다는 기존 기기에서 소프트웨어 업그레이드로 개선된 제품이었지만 비전의 경우 전반적인 기기 교체가 필요할 정도로 업그레이드가 된 제품이고 최근 비전만으로 구성된 매장이 많이 증가하고 있어 고객 유인과 경쟁력 유지를 위한 기존 업주들의 교체가 가속화되면서 신규 GS 판매 부문 부진을 만회할 것으로 기대한다. 최근 신규 오픈하는 사이트들의 비전 비중은 높은 GS 가격에도 58.7% 수준으로 높아지고 있다.

3R(비전) 분기별 판매와 교체 대수



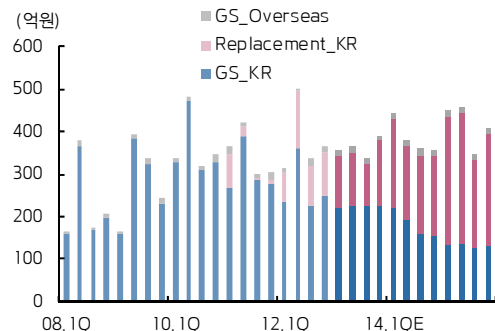
자료: 골프존

비전 보급율과 전망



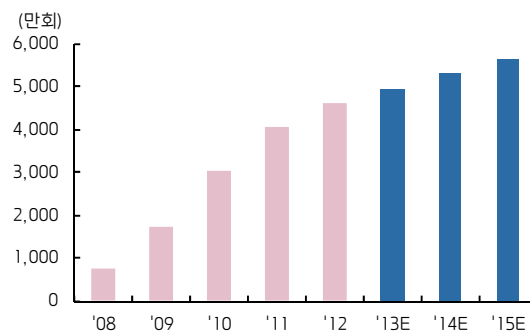
자료: 골프존, 키움증권 리서치센터

GS 판매와 교체, 해외 판매 매출 추이와 전망



자료: 골프존, 키움증권 리서치센터

골프존 라운딩수와 전망



자료: 골프존, 키움증권 리서치센터

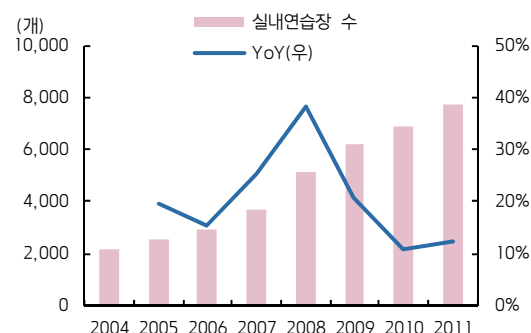
>>> GDR 기계 렌탈 사업으로 실내 연습장 시장 진입

실내 연습장에서도 방향과 거리를 확인할 수 있게 되다

골프 연습장은 크게 실외와 실내로 구분할 수 있다. 대부분의 골퍼들은 실외 연습장을 선호하는데 그 이유는 자기가 친 공의 방향과 거리 등을 눈으로 확인할 수 있는 반면 실내 골프장은 자기가 친 공의 거리는 물론 방향성도 확인하기 어려운 답답함이 있기 때문이다. 하지만 서울을 비롯한 대도시에서 충분한 거리를 확보한 실외 연습장을 신규로 오픈하기에는 자금 부담이 있어 실외 연습장 증가폭은 제한적인 반면 실내 연습장은 증가하는 골프 인구를 반영하며 10%가 넘는 성장세를 이어가고 있다.

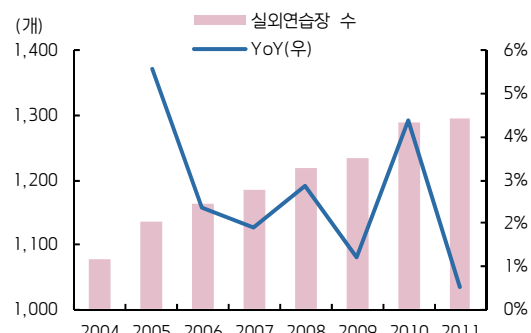
GDR(Golfzon Driving Range)은 좁은 실내 연습장에서도 내 공의 궤적과 거리를 측정할 수 있고 여기에 자신의 스윙 모습과 스윙 속도 등을 한꺼번에 확인할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 현재 골프존은 GDR을 갖춘 골프존 연습장(Golfzon Academy)을 15개 직영점 형식으로 운영하고 있는데 주변의 실외 연습장 유무에 따라 매출 편차가 있는 것으로 알려지고 있다. 하지만 향후 GS 판매처럼 실내외 연습장을 대상으로 GDR기계 렌탈 사업을 진행할 계획이다. 11년 말 기준 전국의 실내 연습장은 7,737개에 달하고 타석수도 4만1천 타석을 확보하고 있고 실외 연습장도 4만5천 타석을 가지고 있어 GDR 기계 렌탈료와 사용료를 징수할 경우 스윙 속도와 방향, 거리 등을 확인하고 싶어하는 유저들의 욕구를 충족시킬 수 있을 것이다. 아직 구체적인 렌탈 가격과 일정이 확정되지는 않아 매출 규모를 예측하기 어렵지만 연습장의 일부 타석에 성공적으로 자리잡을 가능성이 높다고 판단된다.

실내 연습장 수와 YoY 증감률



자료: 문화체육관광부

실외 연습장 수와 YoY 증감률



자료: 문화체육관광부

GDR 직영점 현황

일자	매장	일자	매장
11년 6월	삼성점	5월	정자점
11월	목동점	6월	일산점
	서판교점	7월	발산점
12월	공덕점	8월	중계점
12년 1월	행신점		신반포점
2월	오리점	10월	강남점
5월	김포점	11월	남양주호평점
	용인점		

자료: 골프존, 주: 현재 15개 직영점 오픈 완료

GDR 기계



자료: 골프존

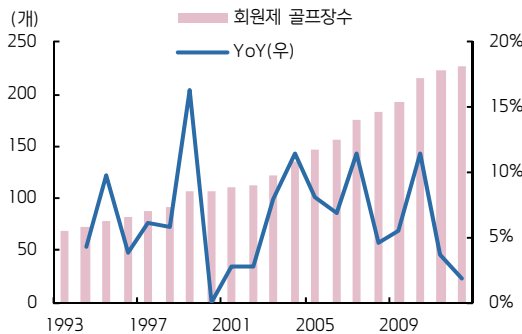
>>> 방대한 회원을 바탕으로 실제 필드와의 연계 서비스 확대

1백만 명이 넘는 회원을 바탕으로 필드 부킹과 운영 골프장 라운딩수 증가로 연결

우리가 처음에 언급했듯이 골퍼들은 궁극적으로 스크린보다는 필드에서의 라운딩을 더 선호한다. 골프존은 스크린 골프 서비스를 통해 1백2십만명에 달하는 회원과 일 평균 2만명의 홈페이지 접속자를 확보하고 있는데 이들 대부분은 필드에서의 골프 플레이가 가능하다는 점에서 필드 부킹 서비스와 실제 필드 운영 서비스 활성화가 기대된다. 골프존 부킹 서비스의 경우 부킹 건당 그린 피의 일부를 수수료로 지급 받는데 아직 사업 초기 단계로 홈페이지를 통해 전국 89개 정도의 골프장을 예약할 수 있어 SBS골프의 175개와 J골프의 137개에 비해 적다. 하지만 금융 위기 이후 회원제보다 퍼블릭 중심으로 골프장수가 증가하고 있고, 홈페이지 방문객수 경쟁력 우위를 가지고 있어 안정적 입장객 유치를 원하는 퍼블릭 골프장들과의 제휴는 빠르게 확대될 전망이다.

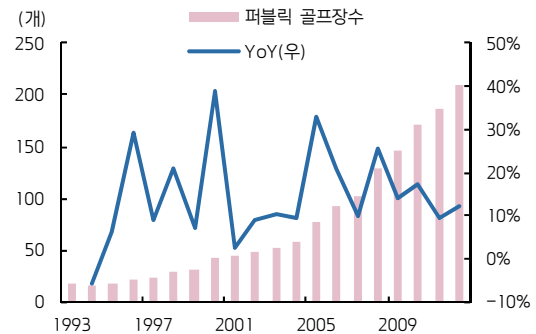
골프존은 지난 12년 6월 선운산CC를 152억원에 인수했다. 전라북도에 위치해 서울과의 거리가 멀어 실제 라운딩 수 증가로 연결될 수 있느냐에 대한 우려가 있지만 그보다는 필드 관리와 골프장의 운영 서비스 경험을 축적하기 위한 인수였다고 판단한다. 우리는 향후 골프존이 대규모 자금을 소요하는 골프장을 추가 인수하기보다는 운영권 확보에 나설 가능성이 높다고 판단하는데 이 경우 스크린 골프 화면 혹은 홈페이지를 활용한 입장객 유치로 연결시킬 수 있다는 장점이 있다. 골프장은 고정비 비중이 높아 라운딩 수 증가가 수익성을 높힐 수 있는 가장 중요한 요인인데 골프존의 회원수와 라운딩 수를 활용해 다양한 마케팅이 가능할 것으로 기대한다.

회원제 골프장수와 YoY 증감률



자료: 문화체육관광부, 한국골프장경영협회

퍼블릭 골프장수와 YoY 증감률



자료: 문화체육관광부, 한국골프장경영협회

골프존 부킹 화면

필드부킹: 회원제 회원 누구나 수수료가 무료인 한국 골프장을 쉽고 편하게 예약하세요. 부킹당일: 골프장명을 입력해 주세요.

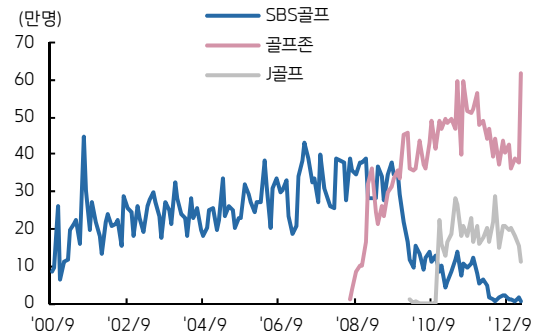
지역	세부지역	골프장명(개)
한강이북	가평군(동북)	동배로
	한강이남	선월
	강원도(서북)	크리스탈밸리
	강원도(북부)	포레스트힐(P)
	강원도(남부)	한탄강(P)
	경상도	
	전라도	
	제주도	

*한강이북*의 무량 검색결과입니다.

골프장명	3/1(금)	3/2(토)	3/3(일)	3/4(월)	3/5(화)	3/6(수)
[경기/포천] 불매로	07:42 07:49 07:49 07:56 [미투 34명 -]	09:48 10:30 10:37 10:44 10:51 [미투 33명 -]	09:00 09:07 09:14 09:14 09:21 [미투 23명 -]	09:00 09:00 09:07 09:14 09:14 [미투 23명 -]	09:00 09:00 09:07 09:14 09:14 [미투 23명 -]	09:00 09:00 09:07 09:14 09:14 [미투 23명 -]

자료: 골프존

골프존, SBS골프와 J골프 월별 순방문자수



자료: KoreanClick

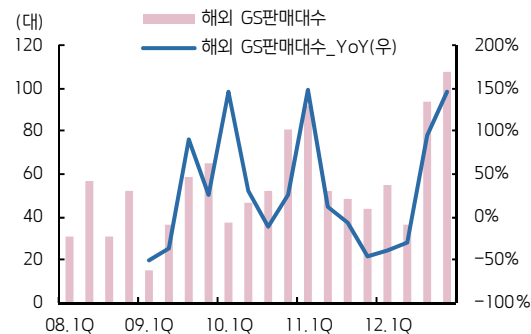
>>> 해외 진출과 유통업은 시장 확대를 위한 포석

단기에 높은 성장으로 이어지기는 어렵겠지만 사업 다각화를 위한 노력

골프존은 현재 캐나다, 일본, 중국, 대만 등 4개국에 진출해서 지난 해 293대의 GS를 판매했다. 국내 site 포화에 대한 우려가 빠른 해외 진출에 대한 기대감으로 연결됐었지만 방에서 골프를 즐기는 문화에 대한 이해와 주거지 근처의 필드 유무, 그리고 골프 대중화 등 여러 이유로 인해 판매 규모가 기대만큼 이루어지지 못하고 있다. 특히 한국의 스크린 골프는 단순히 골프를 연습하는 개념이 아니라 친구 혹은 직장 동료들간의 회식과 친목 모임으로 자리잡으며 더 활성화됐다는 점에서 해외 시장에서 단기 기간에 시장에 안착하기는 어렵겠지만 필드 접근성이 떨어지고 동절기가 있는 대도시의 골프 인구는 잠재적 고객이라는 점에서 시간을 가지고 접근할 필요가 있겠다.

유통업은 골프존 홈페이지를 통한 판매와 함께 12년 말 13개 곳의 오프라인 매장을 열었고 13년 말까지 24개점까지 확대할 계획을 가지고 있는 골프 용품 판매 사업이다. 기존 골프존 site에 대한 B2B 사업 기반을 바탕으로 B2C 사업까지 진출하며 규모 확대를 통해 원가 절감을 시도하고 있다. 이익률이 다른 사업들에 비해 높지 않고 다른 대리점과 인터넷 판매와 비교해 가격 경쟁력이 높지는 않지만 골프존 시스템을 활용한 시타가 가능하고 제품에 대한 신뢰도가 높다는 장점이 있다. 골프존도 골프와 관련한 토탈 서비스를 제공하기 위해 꼭 필요한 사업이어서 13년 추가 오픈을 통한 사업 확대를 계획하고 있다. 다만 전체 사업 수익률 하락 요인으로 작용한다는 점은 아쉽지만 향후 규모의 경제 달성을 통한 가격 경쟁력 확보로 일부 해소가 가능할 것이다.

해외 GS판매대수와 YoY 증감률



자료: 골프존

해외 법인 설립일과 직영점수

지역	설립일	직영점수
캐나다	2011.09 설립	4
일본	2009.05 설립	5
중국	2011.06 설립	1
대만	2012.02 설립	1
합계		11

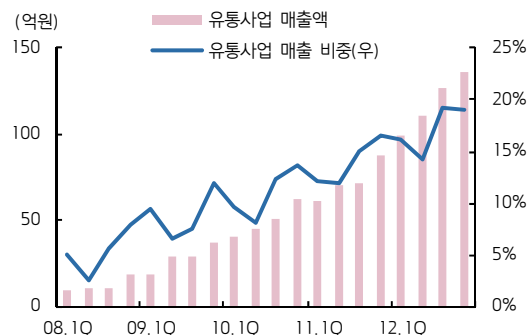
자료: 골프존

유통업 현황

일자	매장	일자	매장
11년8월	분당점	9월	평촌점
12년2월	송파점		강남 스포월드점
	부천점	10월	의정부점
3월	강남점	11월	영통롯데플라자점
	일산점	12월	계양롯데마트점
6월	김포공항아웃렛		용인구성점
9월	가상동 W물	13년1월	수원인계점

자료: 골프존, 주: 현재 14개점 오픈 완료, 13년 내 24개점까지 확대할 계획

유통사업 매출액과 전체 매출 비중



자료: 골프존

III. Valuation

>>> 5천개의 사이트와 1백만 회원을 통한 M/S에 대한 프리미엄

양질의 부가 서비스와 업그레이드 수요를 통한 이익 개선 여력 충분

08년부터 12년까지 Site 확대와 GS 신규 판매를 통해 보여줬던 높은 외형 성장에도 추가 성장에 대한 우려로 지난 11년 상장 이후 주가는 공모가 8만5천원을 회복하지 못하고 있다.

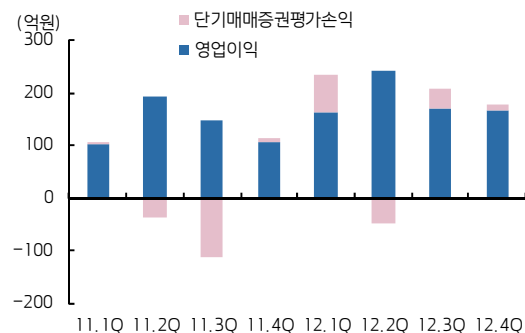
하지만 시장이 간과하고 있는 점은 전국 5천여 site에서 발생하는 네트워크 사업을 통한 높은 안정성과 이익 증가 가능성이다. 골프존은 지속적인 업그레이드를 통해 스크린 골프에서 골프존을 선택하는 플레이어층을 증가시키며 높은 M/S를 확보했고, 이는 계속되는 site 증가로 연결되어 고객들의 골프존 선택이 자연스럽게 유도되고 있다. 따라서 향후 결제 시스템의 복잡성이 개선되고 양질의 부가 서비스만 제공된다면 추가 요금 부과에 대한 저항은 크지 않을 것이다. 단순하게 연간 라운딩의 절반에 대해서만 1천원 인상이 적용되어도 230억원 내외의 이익 증가가 가능할 수 있다. 또한 아직 15.5%에 머물고 있는 낮은 비전 보급율은 교체 수요 여력이 충분하고, 11년 말 기준 7,737개에 달하는 실내 연습장에 대한 GDR 보급 성공 가능성과 홈페이지 부킹, 골프장 운영 사업 등 실제 필드와의 연계 사업은 성장 동력뿐 아니라 골프존의 브랜드 가치를 더욱 강하게 만들 것으로 판단한다. 아직 영업외 손익 이슈가 완전히 해소되지 않아 EPS 추정에는 변수가 있고 같은 산업을 영유하는 기업이 없어 가치 평가가 쉽지 않다는 단점은 있지만 골프존의 시장 점유율과 높은 이익률의 추가 개선 여력에 대한 프리미엄 부가가 타당하다고 판단, 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '75,000원'을 제시한다.

골프존 부문별 매출과 영업이익과 전망 (단위: 억원, %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1QE	13.2QE	13.3QE	13.4QE	2012	2013E	YoY
GS 국내 판매	235	363	227	251	221	227	224	223	1,077	895	-16.9%
GS 국내 교체	69	133	92	100	123	125	98	154	394	500	26.9%
GS 해외 판매	11	6	17	15	12	12	13	13	49	50	1.3%
네트워크서비스	182	154	170	183	235	190	201	214	689	840	21.9%
유통	99	111	127	118	129	142	164	188	454	624	37.3%
매출액 Total	609	782	658	714	767	743	747	839	2,763	3,096	12.0%
영업이익	173	246	154	165	221	199	184	192	737	796	8.0%
영업이익률(%)	28.3	31.4	23.3	23.1	28.8	26.7	24.6	22.9	26.7	25.7	

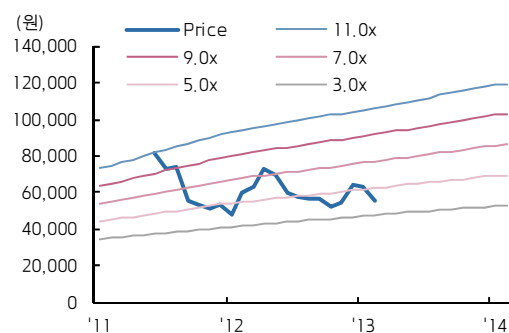
자료: 골프존, 키움증권 리서치센터

골프존 영업이익과 단기매매증권 평가 손익



자료: Dataguide, 골프존

골프존 EV/EBITDA 밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액	1,843	2,098	2,763	3,096	3,502
매출원가	818	1,018	1,197	1,347	1,579
매출총이익	1,025	1,080	1,566	1,749	1,923
판매비및일반관리비	402	551	827	954	1,033
영업이익(보고)	623	547	737	796	890
영업이익(핵심)	623	529	739	796	890
영업외손익	83	-28	69	27	27
이자수익	27	68	78	79	84
배당금수익	0	20	20	20	20
외환이익	1	3	2	0	0
이자비용	0	0	15	28	28
외환손실	2	0	4	0	0
관계기업지분법손익	27	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	34	24	-4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-140	64	0	0
기타	0	-3	-72	-43	-49
법인세차감전이익	706	501	808	823	917
법인세비용	35	25	97	165	183
유효법인세율 (%)	4.9%	5.0%	12.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	671	476	711	659	733
지배주주지분순이익(억원)	671	466	711	659	733
EBITDA	652	560	800	889	1,013
현금순이익(Cash Earnings)	700	507	772	752	856
수정당기순이익	643	586	666	659	733
증감율(% YoY)					
매출액	38.5	13.8	31.7	12.0	13.1
영업이익(보고)	19.4	-12.5	34.7	8.0	11.8
영업이익(핵심)	19.5	-16.7	39.7	7.7	11.8
EBITDA	22.3	-14.5	42.9	11.1	13.9
지배주주지분 당기순이익	25.0	-27.6	49.4	-7.4	11.4
EPS	32.6	211.4	43.3	-7.4	11.4
수정순이익	23.3	-5.7	13.6	-1.1	11.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012P	2013E	2014E
영업활동현금흐름	668	467	924	1,040	876
당기순이익	671	476	711	659	733
감가상각비	20	16	48	81	112
무형자산상각비	9	14	13	12	11
외환손익	0	-2	1	0	0
자산처분손익	6	4	4	0	0
지분법손익	-27	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	24	-165	168	41	40
기타	-35	124	-21	246	-20
투자활동현금흐름	-462	-1,958	-802	-551	-580
투자자산의 처분	-333	-1,431	-402	-158	-186
유형자산의 처분	0	3	0	0	0
유형자산의 취득	-30	-393	-393	-393	-393
무형자산의 처분	-41	-86	0	0	0
기타	-58	-52	-6	0	0
재무활동현금흐름	88	1,408	-94	-142	-142
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	88	1,674	0	0	0
배당금지급	0	0	-94	-142	-142
기타	0	-266	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	294	-83	27	347	155
기초현금및현금성자산	83	377	294	321	667
기말현금및현금성자산	377	294	321	667	823
Gross Cash Flow	644	632	756	998	836
Op Free Cash Flow	574	-112	395	345	444

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012P	2013E	2014E
유동자산	1,355	2,490	2,838	3,333	3,663
현금및현금성자산	377	294	321	667	823
유동금융자산	895	2,004	2,349	2,477	2,627
매출채권및유동채권	62	142	101	114	128
재고자산	21	51	67	75	85
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	468	1,242	1,631	1,988	2,324
장기매출채권및기타비유동채권	71	84	61	68	77
투자자산	253	476	556	606	662
유형자산	98	492	838	1,150	1,431
무형자산	46	156	143	131	120
기타비유동자산	0	33	33	33	33
자산총계	1,823	3,732	4,469	5,321	5,987
유동부채	186	240	356	423	494
매입채무및기타유동채무	185	181	239	267	303
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	58	117	155	192
비유동부채	34	12	16	17	20
장기매입채무및비유동채무	0	12	16	17	20
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	34	0	0	0	0
부채총계	221	251	371	440	514
자본금	51	61	61	61	61
주식발행초과금	89	1,753	1,753	1,753	1,753
이익잉여금	1,462	1,932	2,548	3,065	3,657
기타자본	0	-265	-265	1	1
지배주주지분자본총계	1,602	3,481	4,098	4,881	5,473
비지배주주지분자본총계	1,602	3,481	4,098	4,881	5,473
자본총계	1,602	3,481	4,098	4,881	5,473
순차입금	-1,272	-2,297	-2,670	-3,144	-3,449
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012P	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	1,324	4,040	5,790	5,361	5,971
BPS	15,580	28,340	33,362	39,737	44,554
주당EBITDA	1,286	4,852	6,514	7,240	8,245
CFPS	1,381	4,391	6,287	6,123	6,971
DPS	0	800	1,200	1,200	1,200
주가배수(배)					
PER	0.0	11.8	10.9	10.7	9.6
PBR	0.0	1.7	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA	-2.0	6.4	6.3	4.4	3.6
PCFR	0.0	10.9	10.0	9.4	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.8	26.1	26.7	25.7	25.4
영업이익률(핵심)	33.8	25.2	26.7	25.7	25.4
EBITDA margin	35.4	26.7	29.0	28.7	28.9
순이익률	36.4	22.7	25.7	21.3	20.9
자기자본이익률(ROE)	54.9	18.7	18.8	14.7	14.2
투자자본이익률(ROIC)	478.8	127.1	74.0	62.3	55.6
안정성(%)					
부채비율	13.8	7.2	9.1	9.0	9.4
순차입금비율	-79.4	-66.0	-65.1	-64.4	-63.0
이자보상배율(배)	N/A	1,701.6	48.6	28.4	31.8
활동성(배)					
매출채권회전율	33.0	20.0	22.7	28.8	29.0
재고자산회전율	128.1	57.9	46.7	43.4	43.6
매입채무회전율	12.4	12.1	13.2	12.2	12.3

투자이전 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이전	목표주가
골프존(121440)	2012/03/05	BUY(Initiate)	75,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자이전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		