

# 골프존 (121440)

Buy

HDCC 프로젝트, 가치 Up 요인 !!

목표주가 : 85,000원  
현재주가 : 63,600원

2013. 6. 20

인터넷/엔터,레저  
Analyst 성중화  
02.3779-8807  
jhsung@etrade.co.kr

올해 9월 국내 100개 코스 중 70개 코스에 대해 HDCC 프로젝트 가동 예정

1) HDCC 프로젝트 : 국내 100개 코스(국내외 총코스 150개) 중 70개 코스에 대해 HD급 그래픽 업그레이드, 프로젝션빔 업그레이드 등을 단행한 후 이에 대한 대가로 라운드당 네트워크수수료 인상. 2) 라운드당 네트워크수수료 인상은 아직 미정이나 2,000원에서 3,000원으로 50% 정도의 인상률에서 크게 벗어나지는 않을 것으로 판단. 3) 2013년 9월부터 인상된 네트워크수수료 적용 예정

## Stock Data

종가	6/19	63,600
	1주일전	63,900
	1개월전	70,000
	12연말	62,900
시가총액(억원)	6/19	7,812
	1주일전	7,849
	1개월전	8,598
	12연말	7,726
외국인지분율(%)	6/19	3.0
	1주일전	3.1
	1개월전	3.0
	12연말	1.9
자본금(억원)		61
총자산(억원)		5,861
총부채(억원)		1,475

[주주]  
김원일 외 62.7  
KB자산운용 8.1

## HDCC 프로젝트, 상당한 수준의 영업이익 증가효과 기대

라운드당 네트워크서비스 수수료 인상은 HD급 그래픽 및 프로젝션빔 업그레이드 서비스를 제공하는 대가이기 때문에 골프방 이용고객의 저항에 부딪칠 가능성은 크지 않을 것으로 예상된다. 최종 수수료 인상률은 아직 미정이나 라운드당 2,000원(부가세 포함 기준. 매출은 부가세 제외 기준)에서 3,000원으로 50% 정도 인상될 가능성이 클 것으로 판단하며, 대부분의 골프방 이용고객은 HD급 그래픽 및 고성능 프로젝션빔을 통한 개선된 화질을 즐기기 위해 라운드당 1,000원의 수수료 인상은 기꺼이 수용할 것으로 판단한다.

국내 100개 코스 중 70개 코스에 대해 HDCC 프로젝트를 가동하므로 적용률은 70%이나 70개 코스가 주요 인기코스임을 감안하면 실질적 적용률은 90% 이상일 것으로 예상된다. 여기에 50%의 라운드 수수료 인상률(당사 가정. 최종 인상률은 미정)을 적용하면 궁극적인 Max 네트워크서비스매출 증가효과는 45%가 된다. 라운드당 수수료 인상에 따른 네트워크 서비스매출 증가액은 거의 대부분 영업이익 증가효과로 귀결된다.(영업이익 증가액 = 매출 증가액 - 포인트충당부채 증가액)

## TP 75,000원에서 85,000원으로 13% 상향. Buy 유지. 9월 HDCC 프로젝트 가동을 대비할 시점

50% 정도의 라운드당 수수료 인상 시 궁극적 Max 네트워크서비스매출 증가효과는 45% 정도가 가능하나 이를 대폭 축소하여 25% 정도로만 가정하고, 이마저도 단가인상 초기엔 5% 정도만 적용한 후 Max 25%에 도달하는데 2개년(8개 분기)이 걸릴 것으로 가정하는 등 매우 보수적 관점으로 추정했음에도 13, 14년 EPS 전망치는 종전 대비 각각 10.1%, 19.7% 상향되었다. TP 13% 상향은 13E, 14E EPS 상향률의 평균치 정도를 적용한 것이다. R 출시 후 라운드당 유료이용률이 30% 정도에서 2개년에 걸쳐 90%대로 아무 저항 없이 상승했듯이 HDCC 프로젝트를 통한 라운드당 수수료 인상효과도 당사의 보수적 전망치 보다는 더 크게 나타날 가능성을 염두에 둘 필요가 있다고 판단한다.

## Financial Data

(억원)	2012	2013E	2014E	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2QE	13.3QE	13.4QE
매출액	2,896	3,482	3,724	626	802	692	776	848	912	828	894
YoY(%)	34.2	20.2	7.0	21.0	32.9	40.2	42.8	35.4	13.7	19.6	15.2
영업이익	690	780	895	155	228	157	150	195	214	198	173
YoY(%)	27.9	13.0	14.8	78.2	11.1	3.3	58.0	25.9	-6.4	26.4	15.4
영업이익률(%)	23.8	22.4	24.0	24.7	28.5	22.7	19.3	23.0	23.4	24.0	19.4
순이익	734	596	725	212	241	158	123	140	161	158	138
순이익률(%)	25.3	17.1	19.5	33.8	30.0	22.8	15.8	16.5	17.6	19.1	15.4
EPS(원)	5,972	4,851	5,902	현금성자산				1,638	2,046		
PER(배)	10.5	13.1	10.8	총차입금				884	884		
PBR(배)	1.9	1.6	1.5	순차입금				-754	-1,162		

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: IFRS 연결 기준

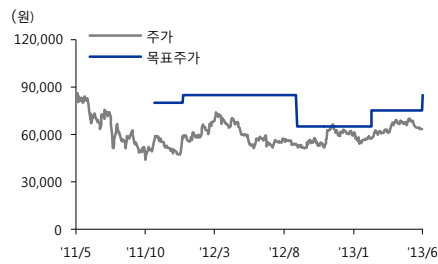
[표 1] 골프존 실적 전망치 상향 내역

(단위 : 억원, 원, %)

구분	2012	수정 後			수정 前		
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	2,896	3,482	3,724	4,045	3,462	3,622	3,854
본사	2,763	3,256	3,484	3,794	3,235	3,382	3,604
국내 GS 신규	1,077	814	767	725	814	745	701
국내 GS 교체	394	738	559	486	737	604	544
해외 GS 신규	49	38	43	46	38	43	46
네트워크서비스	689	840	1,033	1,193	821	909	969
유통	473	697	917	1,143	697	917	1,143
기타	82	128	164	201	128	164	201
국내외자회사	133	226	240	251	226	240	251
매출원가	1,316	1,670	1,704	1,802	1,669	1,725	1,837
재료원가	1,048	1,355	1,368	1,444	1,355	1,389	1,479
인건비	16	20	23	25	20	23	25
지급수수료	86	111	117	124	111	117	124
감가상각비	5	8	9	10	8	9	10
경상연구개발비	122	126	134	141	126	134	141
무형자산상각비	13	17	19	21	17	19	21
기타	25	32	34	37	32	34	37
매출총이익	1,580	1,812	2,020	2,243	1,792	1,897	2,018
매출총이익률	54.6	52.0	54.2	55.5	51.8	52.4	52.3
판매비	890	1,032	1,124	1,228	1,000	1,082	1,174
인건비	321	411	454	496	412	457	502
마케팅비	235	272	308	339	240	263	279
광고판촉비	148	164	174	184	164	174	184
포인트충당부채	87	109	134	154	76	89	95
지급수수료	96	114	126	137	114	126	137
지급임차료	63	17	0	0	17	0	0
감가상각비	57	69	74	80	69	74	80
무형자산상각비	6	9	10	11	9	10	11
기타	112	138	152	165	138	152	165
영업이익	690	780	895	1,015	792	814	843
영업이익률	23.8	22.4	24.0	25.1	22.9	22.5	21.9
세전이익	825	755	918	1,058	780	837	886
세전이익률	28.5	21.7	24.7	26.2	22.5	23.1	23.0
법인세비용	91	159	193	223	165	178	189
법인세유효세율	11.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.3	21.3
순이익	734	596	725	835	615	659	698
순이익률	25.3	17.1	19.5	20.7	17.8	18.2	18.1
EPS	5,972	4,851	5,902	6,801	5,007	5,363	5,680
YoY	2012	수정 後			수정 前		
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	34.2	20.2	7.0	8.6	19.5	4.6	6.4
영업이익	27.9	13.0	14.8	13.4	14.8	2.8	3.6
순이익	57.8	-18.8	21.7	15.2	-16.2	7.1	5.9
EPS	57.8	-18.8	21.7	15.2	-16.2	7.1	5.9
종전 대비 변경률	2012	수정 後					
		2013E	2014E	2015E			
매출액		0.6	2.8	4.9			
영업이익		-1.6	10.0	20.4			
순이익		-3.1	10.1	19.7			
EPS		-3.1	10.1	19.7			

자료: 골프존, 이트레이드증권 리서치본부 \* K-IFRS 연결기준

## 골프존 주가 및 목표주가 추이



## 투자의견 변동내역

일 시	2011.05.11	2011.11.08	2011.11.28	2012.01.10	2012.02.14	2012.06.20	2012.07.31	2012.08.24
투자의견	NR	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	NR	80,000원	80,000원	85,000원	85,000원	85,000원	85,000원	85,000원
일 시	2012.09.20	2013.02.07	2013.02.28	2013.05.10	2013.06.20			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표가	65,000원	65,000원	75,000원	75,000원	85,000원			

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)  
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)  
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)  
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급분류