

골프존 유원홀딩스 (121440)

방문화와 VR의 만남



김윤진 yoonjinkim@daishin.com 정솔이 sjung@daishin.com

투자이견 BUY
매수, 커버재개

목표주가 12,300
제시

현재주가 8,910
(16.03.22)

엔터테인먼트업종

투자이견 매수(커버재개), 목표주가 12,300원 제시

- 목표주가 12,300원 2016년 BPS 12,300원에 목표 PBR 1.0배를 적용하여 산출
- 투자이견 매수: 1)VR기업으로 진화, 2)스크리아구 잠재력, 3)골프존 카운티 성장

스크리아구: 새로운 놀이문화 잠재력

- 2016년 2월 스트라이크존(스크리아구) 1호점 오픈(신논현점)
- 야구는 압도적 국내 1위 스포츠로 노래방, PC방, 골프방에 이어 새로운 방문화로 자리 잡을 가능성 있다고 판단, 회사 수입은 시스템 판매 및 운영 로열티에서 발생
- 2016년은 사업성 검증 및 시스템 최적화 시기로 매장은 약 55개 오픈 예상
- 2017년부터 본격적 매장 증가 전망 (골프존 전국 매장 5,600개 이상)
- KBO 계약 통해 국내 10개팀 및 구장 재현 앱 통해 개인 기록 관리 및 유저간 경쟁 가능

골프존카운티: 골프장 운영/위탁 및 부킹사업

- 전국 5개 퍼블릭 골프장 운영, 평균 영업이익률 30% 이상 기록 예상
- 골프장 운영 노하우를 축적해 골프장 위탁운영 사업 확대 계획
- 170만 넘는 골프존 회원과 IT기술 통해 부킹사업 및 운영사업 경쟁력 강화 전망

유통사업(골프존마켓): 전국 30개 유통망 확보

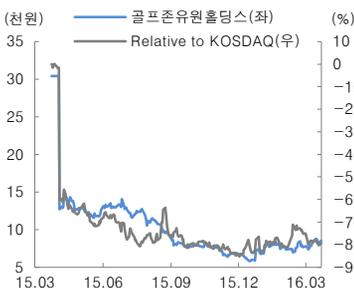
- 골프유통 국내 1위 기반 확대
- 경쟁이 심한 환경이기 때문에 2016년은 BEP 예상
- 계열사 시너지와 규모의 경제를 통해 장기적으로 수익사업이 될 것으로 전망

신사업: PC방에서 VR방으로(추정치 미반영)

- VR(Virtual reality, 가상현실)에 글로벌 투자가 이어지면서 회사 신사업 환경은 크게 개선되고 있음. 시장은 성장하나 소수의 개별 기업만이 생존할 것으로 전망
- VR 플랫폼 구축 목표: 회사는 VR 플랫폼을 구축하여 다수의 개발자들이 콘텐츠를 공급하고 고객이 쉽게 접근할 수 있는 시장을 만드는 것이 목표
- VR빙(가칭)은 PC방 대비 객단가 및 부가가치 높을 것으로 추정

KOSDAQ	691.52
시가총액	382십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	21십억원
52주 최고/최저	30,800원 / 6,190원
120일 평균거래대금	44억원
외국인지분율	2.39%
주요주주	김원일 외 23 인 58.60% KB자산운용 8.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	39.4	7.7	-71.1
상대수익률	-5.5	33.8	8.1	-73.2



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	430	165	201	233	247
영업이익	102	-10	2	19	26
세전순이익	101	-19	3	20	26
총당순이익	79	879	2	16	21
자배지분순이익	79	879	2	16	21
EPS	2,150	23,230	47	366	485
PER	11.7	0.3	190.8	24.3	18.4
BPS	13,199	12,869	12,337	12,603	12,939
PBR	1.9	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	17.4	169.5	0.4	2.9	3.8

주: 2015년 3월 골프존이 사업회사 골프존과 지주회사 골프존유원홀딩스(준속법인)로 분할
자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

Contents

I. 회사 주요 사업 및 장단기 포인트	3
II. 스크린야구: 스트라이크존	4
III. 골프/ 야구시장	9
IV. VR 플랫폼 기업으로 도약	12
V. 실적추정 및 밸류에이션	16

I. 회사 주요 사업 및 장단기 포인트

골프존유원홀딩스 주요사업 내용

주요사업

- 1)골프장운영/위탁
- 2)골프존마켓(유통)
- 3)스크린야구(엔터)
- 4)VR신사업
- 5)지주회사

골프존유원홀딩스는 1)골프장운영, 2)골프유통, 3)스크린야구, 4)VR신사업, 5)지주회사 사업을 영위한다. 골프장운영 부문은 국내 5개 퍼블릭 골프장을 운영하고 있다. 향후 골프장 위탁운영 사업 확장을 계획하고 있다. 골프유통은 경쟁심화로 수익성이 상대적으로 낮은 사업이다. 2015년에는 업계 확고한 1위 사업자가 되면서 적자폭이 매년 감소하고 있다. 2016년부터 BEP 달성이 가능할 것으로 예상된다. 스크린야구는 2016년 2월 신논현 1호점을 시작으로 현재 10호점까지 확정이다. 2016년말까지 55개 매장을 오픈할 것으로 추정한다. VR신사업은 오쿨러스 등 하드웨어 개선으로 골프존 입장에서 사업환경이 개선될 것으로 예상된다. 2016년말부터 신규 서비스가 주요 전시회에서 모습을 드러낼 것으로 예상된다. 지주회사사업 실적은 자회사 골프존 매출액의 5% 내외의 로열티 및 경영수수료와 자회사 지분법이익, 배당금 등으로 구성된다.

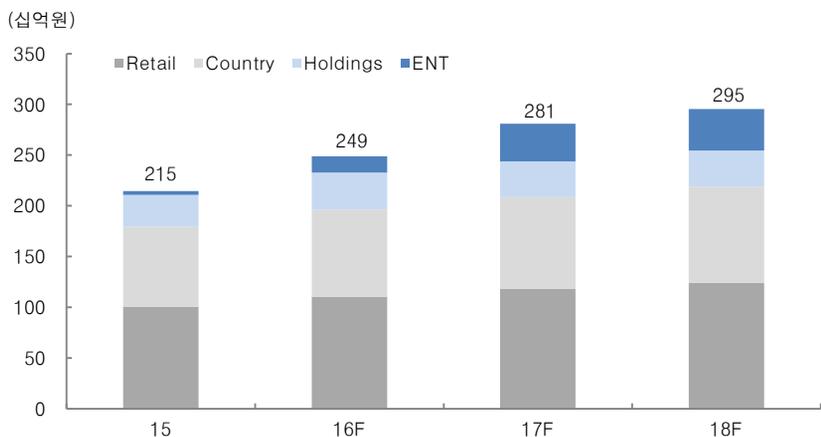
단기적으로 스크린야구, 장기적으로 VR기업도약

**스크린야구(중장기)
VR기업(장기)**

2016년 회사 가치에 가장 큰 영향을 줄 것으로 예상되는 요소는 스크린야구 성공 여부로 판단한다. 회사는 2016년에 공격적 매장 확장보다 사업성 검증 및 시스템 최적화에 주력할 것으로 예상된다. 만약 2016년 오픈한 매장 실적이 좋으면 2017년 매장 확대는 당연한 결과로 나타날 것이다. 따라서 2016년 관전 포인트는 가맹점 입장에서 스크린야구의 사업성, 그리고 스크린야구 시장 형성 가능성 여부가 될 것으로 판단한다.

장기적으로 회사가 지향하는 그림은 VR 플랫폼 시장을 만드는 것이다. 글로벌 기업들이 VR 하드웨어와 소프트웨어에 경쟁적으로 투자하고 있어 사업 환경은 빠르게 개선되고 있다. VR시장 성장 가시성은 높으나 개별 기업 사업성은 기업별 큰 차이가 날 것으로 전망된다. 골프존은 이 시장에서 사업화 성공 경험이 있기 때문에 다른 사업자 대비 경쟁력이 있다고 판단한다. 회사는 2016년말부터 VR관련 시제품을 순차적으로 시장에 TEST할 것으로 추정된다.

그림 1. 골프존 유원홀딩스 2016년 주요사업 매출액 구성



주: Retail(유통), Country(골프장운영), ENT(스크린야구, VR사업), Holdings(지주회사)
 자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

II. 스크린야구: 스트라이크존

2016년 스트라이크존 출시

**스크린야구 프랜차이즈
방식으로 진출
(상권보호, 로열티수취)**

골프존유원홀딩스는 2016년 2월 신논현점에 스트라이크존 1호점을 오픈했다. 3월에 10호점까지 수도권 및 지방에 계약이 확정되었다. 창업비용은 최소 3억6천만원 수준이다. 사업성이 보장되려면 시스템당 일평균 3게임 이상 운영되어야 한다고 판단한다. 아직 경쟁이 미미한 상황이기 때문에 신논현 1호점은 시스템당 6게임 이상 운영되는 것으로 추정된다. 매장은 보통 4시스템으로 구성되고 창업을 위해서는 약 120평 정도의 면적이 필요하다. 임대료 절감을 위해 지하 1층이나 3층 이상 상가가 적합하다. 1시간 사용료는 4만8천원이고 적정 인원은 4명이다. 적게는 2명 많게는 6명 이상이 참석할 수 있다. 사업자 입장에서 주요 매출액은 시스템 이용료와 식음료가 될 것이다. 2016년 상반기까지 20개 이상의 가맹점이 오픈을 앞두고 있다.

그림 2. 스트라이크존 전국 매장 위치



자료: 네이버지도, 대신증권 리서치센터

그림 3. 스트라이크존 타석



자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

그림 4. 스트라이크존 화면



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 5. 스트라이크존 키오스크



자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

가맹사업 BASE CASE: 일평균 6시간 가동

- 일평균 6게임
- 1)연수익 2.1억원
- 2)ROE 84%
- 3)투자회수 1.7년

스트라이크존 창업비용은 최소 3억6천만원인데 시나리오 분석에서는 창업비용 4억원으로 가정했다. 창업비용 4억원은 시스템 구입비 2억원과 인테리어 등 기타비용 2억원으로 구성했다. 임차보증금은 창업비용에서 제외했다. 운영비는 임대료, 인건비, 기타, 로열티 등으로 구성되는데 월평균 1,500만원 수준으로 추정된다. 매출액은 일평균 6게임, 4룸, 단가 4만8천원으로 가정해서 산출했다. 식음료 매출액은 인당 평균 3천원으로 가정했다. 현재 타사 스크린야구장이나 스트라이크존 신논현점은 오후 5시부터 11시까지 가동률이 좋아 예약이 필요한 상황이다. 낮시간에 할인을 통해 가동률을 높이는 방법이 있을 것으로 추정된다. 6게임 회전 시 투자회수 기간은 1.2년으로 예상되고 비용을 제외한 월 수익은 2,800만원 수준으로 계산된다. 가격이 유지되고 일평균 6회전을 유지할 수 있다면 ROE 약 84%의 좋은 창업 옵션이다. 향후 경쟁심화에 따른 가격 하락 및 가동률 하락 리스크는 자영업의 본질적 리스크 요인이다. 스트라이크존은 상권보호가 시행될 것이나 타사 브랜드 진출 가능성은 염두에 두어야 한다.

운영비 가정에서 임대료는 지역에 따라 천차만별이기 때문에 예상 가동률을 감안해서 사업자가 적절히 부동산을 선정해야 한다. 관련 개인사업 경험이 풍부한 사업자는 사업 설명회를 듣고 타당성에 대한 결론이 나올 것이다. 유원홀딩스 자회사 뉴딘콘텐츠는 2~3월에 서울과 대전에서 여러 차례 설명회를 열었는데 현재까지 가맹 문의 대기 건수가 400건이 넘고 점포 실측까지 끝낸 계약 대기 건수도 100여건에 달한다.

표 1. 가맹점 사업계획표 (BASE: 일평균 6게임)

(단위: 백만원)

초기 투자	400	비고 (건물 보증금 제외)
1) BS*4	200	시스템 당 5천만원 가정
2) 인테리어	200	방음, 방진 포함
월비용(A)	15.2	비고
1) 임대료	5.0	관리비 포함 (지하 or 3층 이상, 120명 기준)
2) 인건비	4.0	주, 야, 주말 식대포함
3) 기타	4.0	홍보, 광열 식재료, 수수료
4) 로열티	2.2	매출 6% 가정
월매출(B)	43.2	비고
1) 메인게임	34.6	6게임/룸*4룸*ASP4.8만원*30일
2) 식음료	8.6	4명/게임*24게임*ASP3천원*30일
예상수익(월)	28.0	월매출(A) - 월비용(B)
예상수익(연)	336.5	투자회수 1.2년

자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

WORST CASE: 일평균 4 시간 가동

- 일평균 4게임
- 1)연수익 1.4억원
- 2)ROE 43%
- 3)투자회수 2.3년

부정적 시나리오는 일평균 4게임 운영이다. 이는 피크타임인 5시에서 11시 사이에 3~4 팀을 받고 낮에 0~1팀 정도 받는 가동률이다. 상권 분석 시 이정도가 예상되는 창업을 지양하는 것이 좋다고 판단한다. 그래도 일평균 4게임을 꾸준히 가동하면 2.3년이면 투자금은 회수되는 구조이다. 월평균 예상수익은 1,440만원 수준으로 추산된다. 주요 가정으로는 일평균 시스템당 4게임, 식음료 인당 평균 3,000원 이다. ROE 약 43%의 나쁘지 않은 창업 옵션이다.

만약 일평균 2.5게임으로 가동률이 하락한다면 예상 월수익은 410만원, 투자회수 기간은 8.1년, ROE는 12% 수준으로 산출된다. BEP 회전율은 일평균 1.9게임으로 산출되는데 영업상황이 2게임 이하로 하락한다면 창업실패에 해당한다고 판단된다.

표 2. 가맹점 사업계획표 (WORST: 일평균 4게임)

(단위: 백만원)

초기 투자	400	비고 (건물 보증금 제외)
1) BS*4	200	시스템 당 5천만원 가정
2) 인테리어	200	방음, 방진 포함
월비용(A)	144	비고
1) 임대료	5.0	관리비 포함 (지하 or 3층 이상, 120평 기준)
2) 인건비	4.0	주, 야, 주말, 식대포함
3) 기타	4.0	홍보, 광열, 식재료, 수수료
4) 로열티	1.4	매출 6% 가정
월매출(B)	288	비고
1) 메인게임	23.0	4게임/룸*4룸*ASP4.8만원*30일
2) 식음료	5.8	4명/게임*16게임*ASP3천원*30일
예상수익(월)	144	월매출(A) - 월비용(B)
예상수익(연)	1723	투자회수 2.3년

자료: 골프존유원홀딩스 대신증권 리서치센터

BEST CASE: 일평균 8시간 가동

- 일평균 8게임
- 1)연수익 2.8억원
- 2)ROE 108%
- 3)투자회수 0.9년

BEST 시나리오는 일평균 8게임 운영이다. 이는 피크타임인 5시에서 11시 사이에 6팀을 받고 낮 시간에 평균 2팀을 받는 가동률이다. 낮시간은 주간 할인 50%를 가정했다. 실제로 다른 스크린야구 업체는 주간할인 30%를 제공하고 있다. 일평균 8회 가동률을 유지하고 8회 중 2회는 주간 50% 할인을 가정하면 월평균 수익 3,600만원, 연간 수익 4.3억원, 투자회수기간 0.9년, ROE 약 108% 수준의 이상적인 창업 ITEM이 된다.

스크린야구 시장이 형성되면서 시간대별, 주중주말별 가격대는 다양해질 것으로 예상된다. 시장 활성화를 위해 회사는 다양한 경쟁요소를 첨가할 것으로 추정된다. 야구는 DATA 스포츠이기 때문에 개인성적, 팀성적 등을 통해 다양한 순위 경쟁이 가능하다.

창업주 입장에서 리스크 요인으로는 다양한 업체 참여에 따른 경쟁심화 그리고 시장 초기 단계이기 때문에 시장 활성화 가능 여부에 대한 불확실성으로 판단된다. 경쟁 심화는 객단가 하락 및 가동률 하락으로 이어질 것이고 매장 수익성은 시나리오 대비 보수적으로 산정해야 한다. 시나리오 분석에 주요 가정 요소를 명시했기 때문에 주요 가정을 수정해가면서 사업계획을 세워야 할 것이다.

표 3. 기맹점 사업계획표 (BEST: 일평균 8게임)

(단위: 백만원)

초기 투자	400	비고 (건물 보증금 제외)
1) BS*4	200	시스템 당 5천만원 가정
2) 인테리어	200	방음, 방진 포함
월비용(A)	15.9	비고
1) 임대료	5.0	관리비 포함 (지하 or 3층 이상, 120평 기준)
2) 인건비	4.0	주, 야, 주말, 식대포함
3) 기타	4.0	홍보, 광열, 식재료, 수수료
4) 로열티	2.9	매출 6% 가정
월매출(B)	51.8	비고
1) 메인게임	40.3	8게임/룸*4룸*ASP4.8만원*30일
2) 식음료	11.5	4명/게임*32게임*ASP3천원*30일
예상수익(월)	36.0	월매출(A) - 월비용(B)
예상수익(연)	431.5	투자회수 0.9년

자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

스트라이크존 수익모델(회사수익모델)

하드웨어 매출액(단기)
로열티 매출액(중기)
아이템 매출액(장기)

스크린야구가 활성화되면 유원홀딩스 입장에서 시스템판매 수익과 매장 로열티 수입이 발생 가능하다. 장기적으로 스크린야구가 활성화되면 게임 아이템 판매도 가능할 것으로 예상된다. KBO와 계약을 통해 10개 구단이 재현된다. 향후 주요 선수를 아이템화하여 판매하는 것이 아이템 판매의 예가 될 것이다. 주요 선수와 RS(revenue share)형태로 비즈니스 모델은 예상된다. 회사는 2016년에 외형 확대보다는 사업성 검증 및 시스템 최적화에 집중할 것으로 예상된다. 현재 시장에 나온 스트라이크존은 시장 피드백을 수용하여 최적화 진행 중이다. 앞으로도 난이도 조정 및 게임성 개선이 수반될 예정이다. 하드웨어 매출액은 단기에 전사 실적에 기여가 가능하고 로열티 수입은 매장이 증가할 수록 증가하는 구조이다. 향후 아이템 판매까지 추가될 가능성이 있다. 추정치에는 하드웨어 판매와 로열티 수입만 반영했다.

추정치에는 2016년에는 매장 55개, 2017년에는 매장 150개 오픈을 가정했다. 2017년 매장 150개 오픈 시 하드웨어 매출액이 300억원, 로열티 수입은 약 31억원으로 추정된다. 로열티는 대부분 수익이고 하드웨어 매출액도 수익성이 높을 것으로 추정된다. 관련 개발 비용이 이미 발생했기 때문에 원가 및 설치 관련 비용을 제외한 수익성은 높을 것이다.

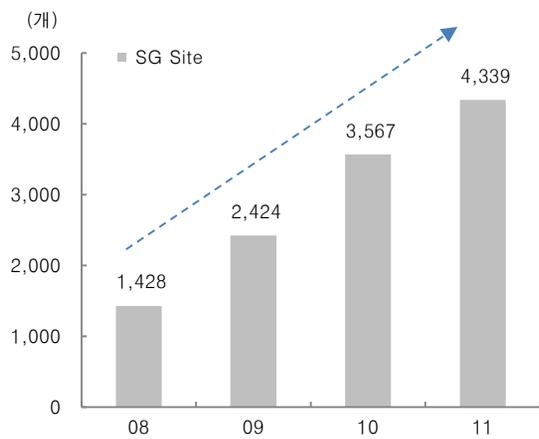
스크린골프와 매장 추이 비교

스크린골프 8,000개
스크린야구 600개?

스크린골프 매장은 전국에 8,000개가 넘고 골프존 매장은 5,600개가 넘는다. 스크린야구 시장성이 아직 검증되지 않아 추정치에는 2018년까지 스트라이크존 매장 355개를 가정했다. 이는 골프존 매장의 약 6.3% 수준이다. 장기적으로 스트라이크존 매장이 600개 정도까지 가동되면 로열티 수입만 연간 160억원 순수익성으로 발생할 것으로 추정된다. 하드웨어 판매와 로열티 합산 실적은 약 400억원 수준까지 가능하다.

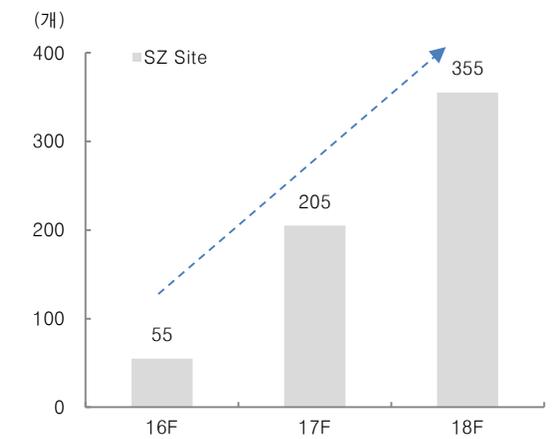
아직 매장 20개가 확정된 초기 단계이기 때문에 장기적 스트라이크존 매장 확장성은 2016년이 지나면서 가시화될 것으로 예상된다. 한국에서 성공적이면 같은 사업모델을 일본, 대만 등 야구 인기가 좋고 한국과 가까운 나라에 진출할 것으로 예상된다.

그림 6. 골프존 매장 확장 시기



자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

그림 7. 스트라이크존 매장 확장 추정



자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

Ⅲ. 골프/야구시장: 야구는 P*Q가 증가하는 시장

1) 국내 골프 시장

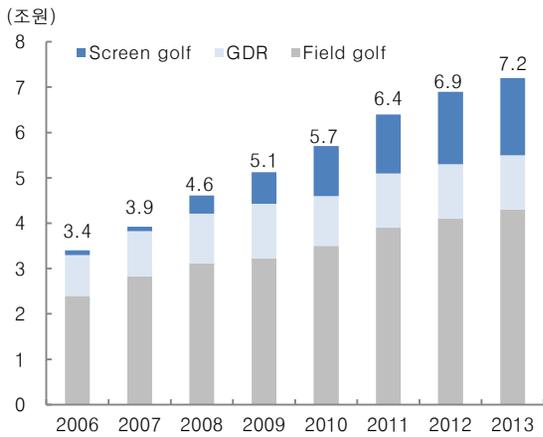
**국내 골프시장 규모
약 7.4조원**

국내 골프 시장규모(스크린골프, 골프장 등 합산)는 2014년 기준 약 7.4조원으로 추정된다. 스크린골프와 GDR 시장은 2.9조원으로 전체 시장의 약 40%를 차지했다. 문화체육관광부에 따르면 골프인구는 14년도 기준 전체 인구의 약 10% 정도인 530여만명으로 추정된다. 글로벌 골프시장 1,2위인 미국, 일본의 골프 시장이 코어 골퍼의 고령화와 젊은층의 골프 참여 감소로 골프인구 수가 10년 사이 각각 -17%, -25% 감소한 반면 국내의 경우 2000년대 후반부터 성장한 스크린 골프의 대중화 영향으로 약 6년 사이 40% 성장했으나 아직 절대 인원수 기준으로 골프인구 수는 미국(2,602만명)과 일본(720만명)에 크게 못 미치고 있다.

**골프용품시장
세계 3위**

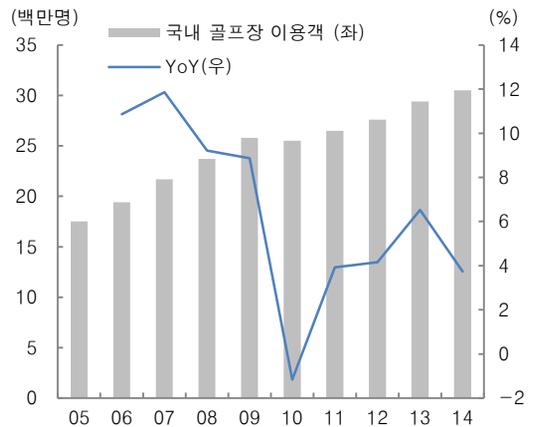
일본 야노경제연구소에 따르면 한국 골프용품 시장규모는 전세계 시장의 7%인 약 6,779억원 세계 3위 시장이다. 글로벌 골프용품 시장 1,2위인 미국과 일본은 전 세계 시장의 65%를 차지하고 있다.

그림 8. 국내 골프 시장 규모



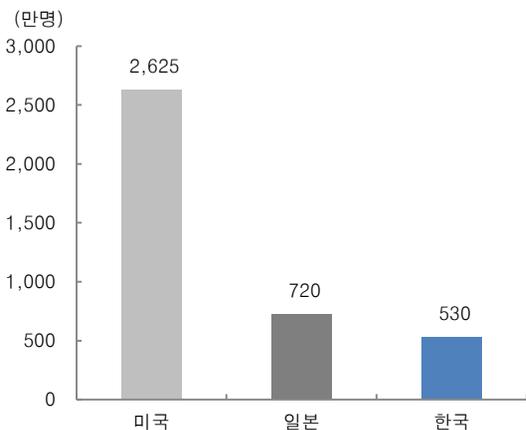
자료: 레저백서, 대신증권 리서치센터

그림 9. 국내 연간 골프장 이용자 수 추이



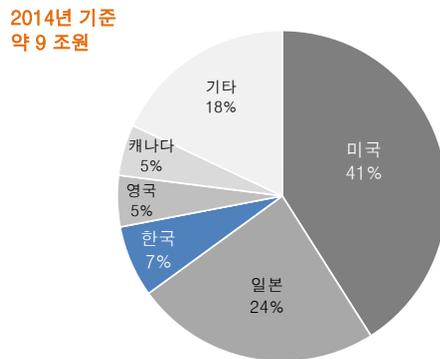
자료: 한국레저산업연구소, 대신증권 리서치센터

그림 10. 한미일 골프 인구 비교 (2014년 기준)



자료: 문화체육관광부, NCF, 일본생산성, 대신증권 리서치센터

그림 11. 글로벌 골프용품 시장 M/S



자료: 야노경제연구소, 대신증권 리서치센터

2) 국내 야구 시장: 관중수(Q)와 입장료(P) 동반 성장

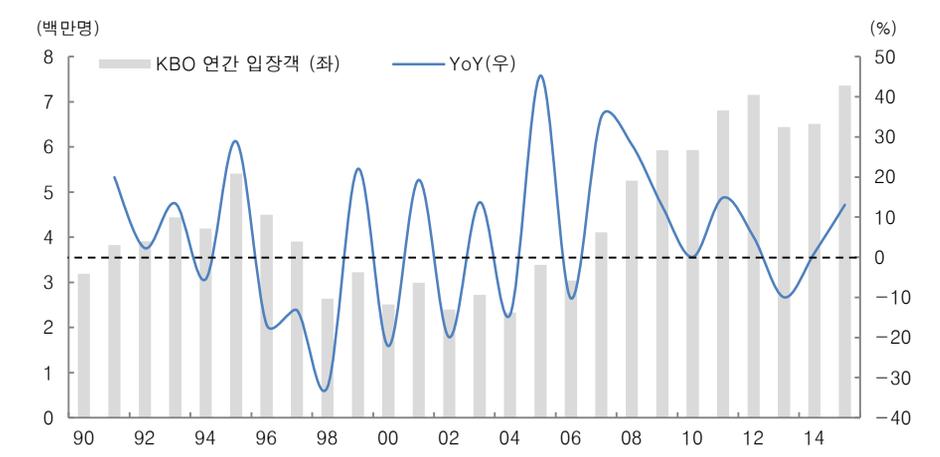
야구 관중 수 6년 연속 6백만 명 유지

국내 프로야구 시장은 2000년대 중반까지 프로축구 2008년 베이징 올림픽 금메달획득 등의 이벤트들을 기점으로 입장객 수가 프로축구를 추월했으며 2014년 기준 국내 주요 프로 스포츠 입장객의 60% 이상을 차지하고 있다.

2015년 기준 국내 프로야구 관중 규모는 736만명으로 전년대비 +13.1% 증가했으며 7년 연속 6백만 관중 이상을 유지했다. 프로야구 경기당 평균 관중 수는 1.1만명으로 미국의 MLB의 3.1만명과 일본 프로야구(센트럴리그와 퍼시픽리그 합산)의 2.8만명에 크게 못 미치나 8년 사이 두 배 가깝게 성장했다.

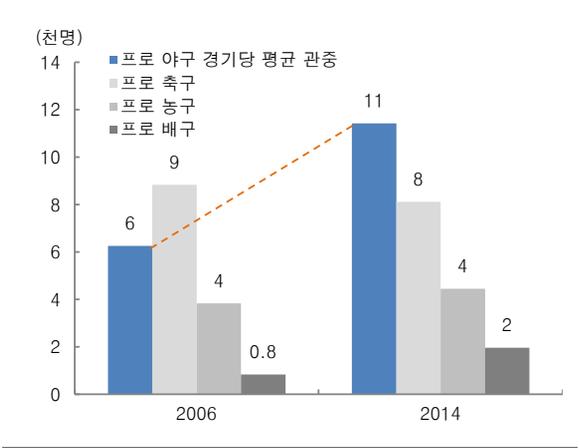
인상적인 점은 야구 입장권 가격이 지난 10년간 약 2배 증가했으나 관람객 수는 지속적으로 증가하고 있는 점이다. 이는 야구 소비 성향이 증가하고 있는 것을 시사하고 있다. 야구 모바일 게임에서도 일매출액 1억원 이상 게임이 시즌 중에 종종 등장한다.

그림 12. 국내 연간 프로야구 관중 수 추이



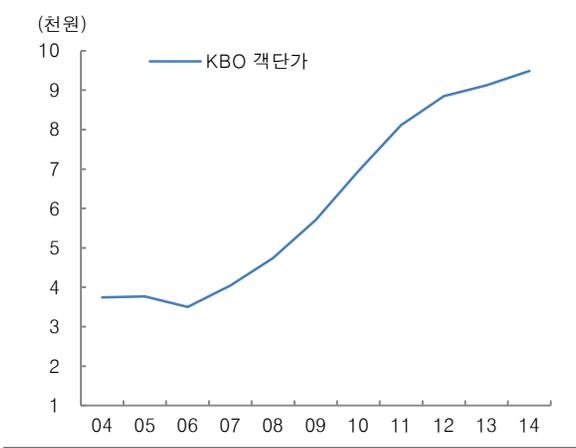
자료: KBO, 대신증권 리서치센터

그림 13. 프로 스포츠 경기당 관중 수 비교



자료: 문화체육관광부, 대신증권 리서치센터

그림 14. 국내 프로야구 입장권 객단가 추이



자료: KBO, 대신증권 리서치센터

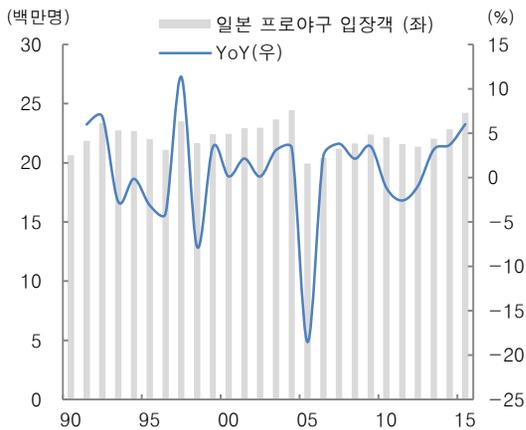
3) 일본, 미국 야구 시장: 관중수(Q)와 입장료(P) 동반 성장

야구 인구 수 한국<일본<미국

일본 프로야구리그는 미국의 메이저리그에 이어 세계 2위의 규모의 프로야구리그이다. 2015년도 일본 프로야구 입장객 수는 2,424만명으로 전년대비 +6% 증가했다. 2015년 일본 프로야구 팬 인구는 2,998만명으로 전년대비 약 -4% 감소했으나, 주요 프로 스포츠 중 관람객과 팬 인구 수 모두 1위를 유지하고 있다. 야구 여가활동 인구 수는 약 690만명을 기록했다. 일본 야구장 평균 입장료는 2015년 기준 2,200엔으로 90년대부터 꾸준히 상승 중이다. 80년대는 700엔 수준의 입장료는 90년대 1,200엔 수준으로 올랐고, 2010년에는 1,800엔 수준까지 상승했다. 일본 경제는 정체되었으나 야구에 소비하는 금액은 증가하고 있다. 저성장 국면을 맞이한 한국도 레저 관련 소비 비중은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

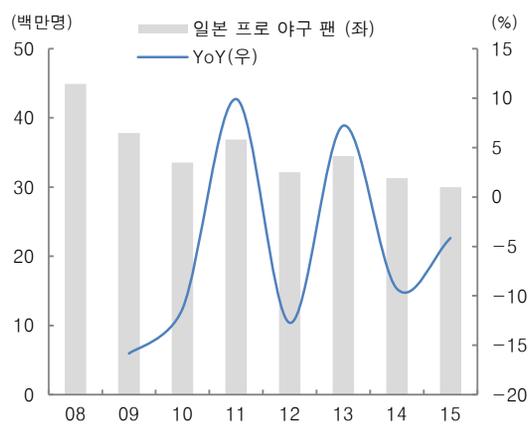
관람객 수 기준 세계 프로스포츠 리그 1위인 미국 메이저리그의 2015년도 입장객 수는 0.2% 증가한 7,376만명을 기록했다.

그림 15. 일본 프로야구 관람객 수 추이



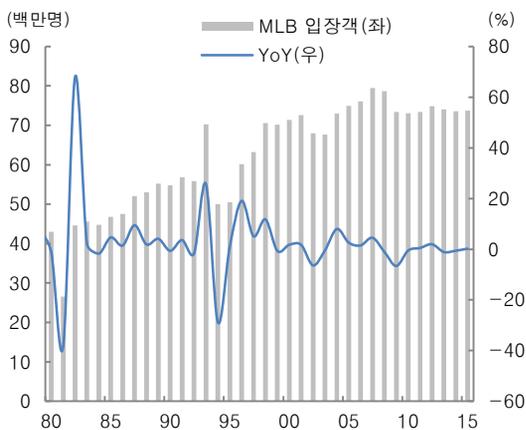
주: 센트럴리그, 퍼시픽리그 합산
자료: NPB, 대신증권 리서치센터

그림 16. 일본 프로야구 팬 인구 수



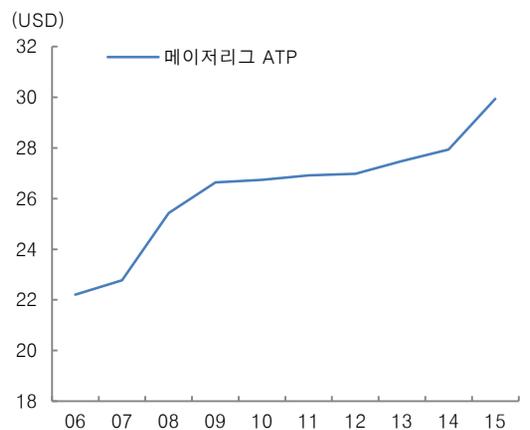
자료: 매크로밀, 대신증권 리서치센터

그림 17. 미국 메이저리그 관객 수 추이



자료: MLB, 대신증권 리서치센터

그림 18. 메이저리그 ATP 추이



자료: MLB, 대신증권 리서치센터

IV. VR 플랫폼 기업으로 도약

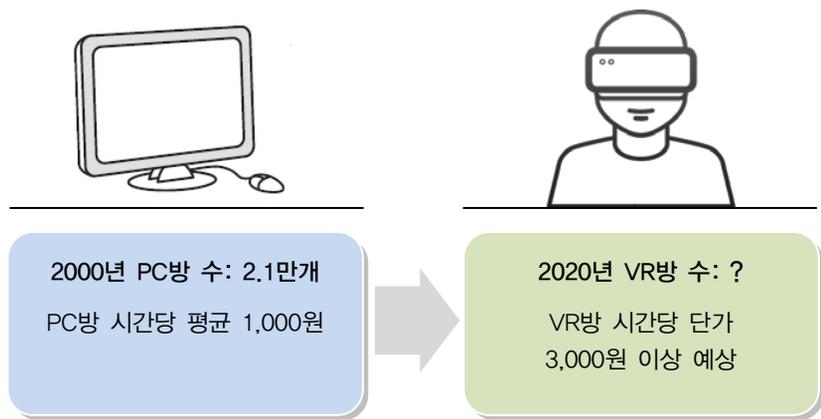
VR 사업 환경 개선: PC방에서 VR방으로

VR시장은 분명히 성장할 것이나 이 시장에서 소수만이 돈을 벌 것으로 예상됨

골프존유원홀딩스는 장기적으로 VR 플랫폼 회사를 목표로 하고 있다. VR기기는 2016년부터 글로벌 업체들이 앞다투어 출시할 예정이다. 향후 2~3년간 VR 하드웨어와 소프트웨어 개선 속도가 빠르게 발생할 것으로 예상된다. VR은 게임, 어뮤즈먼트 섹터 중심으로 성장할 것으로 예상된다. 개인이 모든 하드웨어와 소프트웨어를 구비하는 것은 비용 측면에서 부담이다. 90년대 말에 이러한 시장 수요를 감당한 형태가 PC방이었다. 짧게는 향후 1~2년, 길게는 3~5년안에 VR콘텐츠를 소비할 수 있는 VR방 같은 개념의 엔터테인먼트 서비스가 제공될 것으로 예상된다. VR 시장은 성장 가능성이 높기 때문에 많은 사업자들이 참여할 가능성이 있다. 따라서 시장은 성장하는데 개별 기업은 소수만이 살아남아 수익을 얻을 것으로 예상된다. 회사는 스크린골프, GDR, 스크린야구를 통해 아이디어를 방 형태로 사업화하여 성공과 실패 경험이 풍부하다. 시행착오 경험이 풍부하고 오랫동안 VR신사업을 검토하고 있다. 따라서 골프존유원홀딩스의 VR신사업은 관심있게 업데이트할 가치가 있다고 판단한다.

골프존유원홀딩스는 미래 VR시장에서 플랫폼을 구축하여 소비자에게 VR문턱을 낮출 것이고 콘텐츠 제작자에게는 새로운 콘텐츠를 제공하는 시장을 만들려고 한다. 아직 시제품이 나온 단계도 아니기 때문에 실적 추정치에는 반영하지 않았으나 VR이라는 키워드는 골프존유원홀딩스의 미래에 계속 따라다닐 키워드로 판단한다.

그림 19. PC방에서 VR방으로



자료: 대신증권 리서치센터

VR 시장 전망

16년 VR시장 4.3조원 예상

시장 리서치 Superdata에 따르면 VR 원년인 2016년 VR시장규모는 약 3.7십억불(약 4.3조원)로 예상된다. 2016년 말까지 모바일 플랫폼 기반의 VR장비는 1,680만대, 하이엔드 VR기기인 오쿨러스 리프트와 HTC의 바이브(벨브사 스팀기반)의 총 판매량은 약 200만대, 최근 타 하이엔드 VR대비 저렴한 가격을 공개한 콘솔기기 플레이스테이션을 기반으로 한 소니의 플레이스테이션 VR은 약 260만대를 판매할 것으로 전망된다.

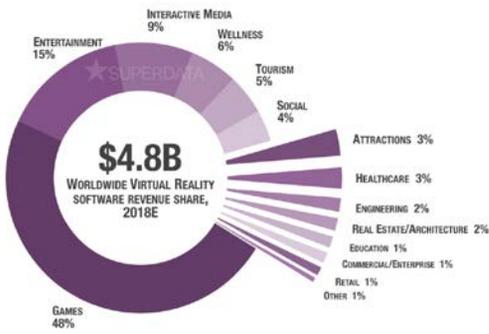
VR이 지적받는 사항 중 하나는 초기 단계의 VR 콘텐츠 부족이었으나 시장이 성장하며 해결될 문제로 본다. 이번 3월 28일 출시하는 오쿨러스 리프트는 상용화 버전 발표 초기부터 홍보했던 EVE Valkyrie 등 동시 출시하는 VR 게임 30종을 발표했으며, 플레이스테이션 VR과 HTC바이브 또한 다양한 VR게임 콘텐츠 라인업들을 공개하고 있다. 올해 VR소프트웨어 매출은 약 5억불(약 5,800억원)로 예상되며 게임 콘텐츠들을 중심으로 2019년에는 VR소프트웨어 시장이 VR 하드웨어 시장과 비슷한 수준으로 성장, 2020년에는 약 24십억불(약 28조원) 규모로 성장할 것으로 전망된다.

표 4. 2016년 출시 주요 VR 헤드셋 기기

	오쿨러스 리프트	HTC 바이브	플레이스테이션 VR	LG 360 VR
개발사	오쿨러스	HTC, Valve	SONY	LG
출시일	2016년 3월 28일	2016년 4월 5일	2016년 10월	2016년
가격	\$599	\$799	\$399	미정
플랫폼	Windows PC	Windows PC	플레이스테이션4	LG G5 (모바일)
해상도	2160x1200	2160x1200	1920x1080	960x720
시야각	110도	110도	100도	-
디스플레이	OLED	OLED	OLED	OLED
재샘플	90hz	90hz	120hz	-
컨트롤러	Xbox One 컨트롤러, 터치모션 컨트롤러	위치 추적 컨트롤러	듀얼쇼크 4, PS 무브 컨트롤러	기기 우측 두 버튼
위치 인식	카메라	레이저 타워	카메라	없음
콘텐츠 지원	오쿨러스 스토어, Steam VR	Steam VR	플레이스테이션 스토어	-
주요 사양	NVIDIA GTX 970 / AMD R9 290 Intel i5-4590 CPU 8GB+ RAM 1X HDMI 1.3 3x USB 3.0 ports 1x USB 2.0 port, Windows 7 SP1 64 bit	NVIDIA GTX 970 / AMD R9 290 Intel i5-4590 CPU 4GB+ RAM 1X HDMI 1.4 1x USB 2.0 port Windows 7 SP1	플레이스테이션 4, 플레이스테이션 카메라, PS 무브 컨트롤러	LG G5

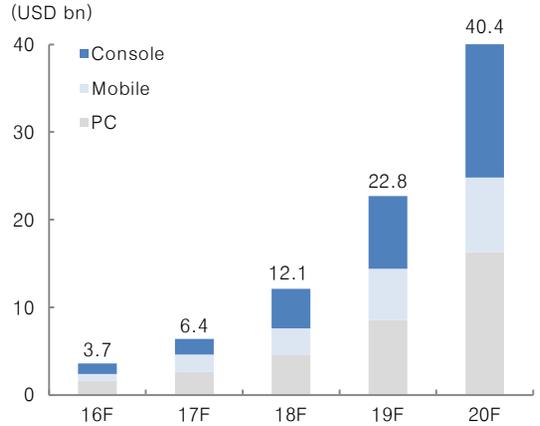
자료: 각 사, 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 20. 2018년 글로벌 VR 소프트웨어 시장 구성



자료: Superdata, 대신증권 리서치센터

그림 21. 플랫폼별 글로벌 VR 시장 전망



주: 하드웨어 + 소프트웨어
자료: Superdata, 대신증권 리서치센터

그림 22. 하이엔드 VR - 소니 플레이스테이션 VR



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 23. 하이엔드 VR - HTC VIVE VR



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 24. 하이엔드 VR - Oculus VR



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 25. 미드엔드 모바일 VR - 삼성 갤럭시 기어



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 26. 미드엔드 모바일 VR - LG 360 VR



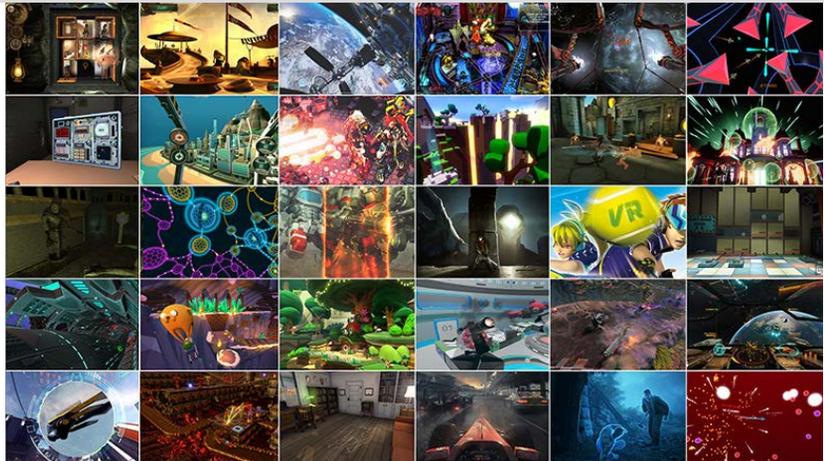
자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 27. 로우엔드 모바일 VR - 구글 카보드



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 28. 오쿨러스 리프트 동시 출시 게임 라인업



자료: Oculus, 대신증권 리서치센터

그림 29. 오쿨러스 리프트 홈화면



자료: Oculus, 대신증권 리서치센터

V. 실적추정 및 밸류에이션

2016년은 변화에 투자, 2017년부터 실적에 투자

2016년 흑자전환
2017년 이익확대

2016년 골프존유원홀딩스 실적은 BEP를 조금 넘는 수준을 예상한다. 아직 수확보다 투자의 비중이 큰 시기이기 때문이다. 스크린야구가 이제 시작 단계이고 다른 사업부문은 큰 수익이 발생하지 않는다. 그러나 2017년부터 손익은 의미있게 개선될 것으로 예상된다. 특히 스크린야구 매장 오픈 속도를 2016년 55개, 2017년 150개 수준으로 가정했는데 가맹점 확장 속도가 예상을 넘는다면 실적 추정치는 상향 가능하다. VR신사업은 2016년말부터 시제품이 가시화되고 2017년부터 시장에 나올 것으로 예상된다. VR신사업은 실적 추정치에 반영하지 않았다. 골프장 운영사업은 계절성이 뚜렷해 1분기, 4분기는 적자, 2~3분기에 흑자가 나는 구조이다. 연간으로는 영업이익률 30% 수준이 가능할 것이고 5개 골프장의 골프장 당 평균 매출액은 약 110억원으로 예상된다. 골프존마켓(골프유통) 사업은 적자폭이 매년 감소하고 있는데 2016년에는 BEP를 예상한다. 지주회사 실적은 골프존 사업회사 매출액의 약 5%가 로열티 및 수수료로 반영되고 지분법 이익 약 20% 및 배당금이 반영된다.

투자의견 매수, 목표주가 12,300 원(PBR 1.0 배 적용)

투자의견 매수
(커버 재개)
목표주가 12,300원

기존 골프존이 골프존 사업회사와 골프존 유원홀딩스로 2015년 3월 분할되었다. 존속법인인 골프존유원홀딩스에 대한 투자의견을 매수로 커버 재개 한다. 투자의견 매수 이유는 1) 회사가 VR기업으로 성장하고 있고, 2)스크린야구 잠재력이 높다고 판단되고, 3)골프존 카운티의 성장이 예상되기 때문이다. 목표주가 12,300원은 2016년 BPS 12,300원에 목표 PBR 1.0배를 적용하여 산출되었다. 회사 분할 후 홀딩스 실적 적자로 주가가 PBR이 0.7배 수준으로 하락했으나 올해는 흑자 전환이 가능하고 내년부터 이익 가시성이 높아질 것으로 예상되기 때문에 PBR 1.0배 회복이 가능할 것으로 예상된다. 레저엔터 기업 평균 PBR이 1.5~2.5배 사이로 성장 산업 프리미엄을 받고 있는데 유원홀딩스 신사업 가시성이 높아지면 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대된다.

표 5. 골프존유원홀딩스 주요지표 및 실적 추정치 (분기/연간)

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
REV	25.9	46.8	48.6	43.6	38.3	59.4	52.8	50.4	165.0	201.0	232.9
(chg %)	-9.2	20.0	9.4	6.9	47.7	26.9	8.7	15.7	8.0	21.8	15.9
Country	14.1	23.1	19.5	22.1	16.0	25.4	21.5	23.2	78.9	86.1	90.4
Retail	21.4	30.0	26.9	22.0	23.6	33.0	29.5	24.2	100.3	110.3	118.1
ENT	1.2	0.5	1.2	1.0	1.0	3.0	4.0	5.0	3.8	16.2	37.1
Holdings	2.4	6.0	12.1	10.9	9.8	8.9	8.9	8.9	31.5	36.4	35.4
Adj.	13.3	12.8	11.1	12.4	12.1	11.9	12.1	12.0	49.6	48.1	48.1
GP	3.3	11.3	19.5	17.4	9.6	19.6	22.8	19.7	134.2	112.9	128.3
(GPM)	12.6%	24.1%	40.2%	40.0%	25.0%	33.0%	43.2%	39.0%		56.2%	55.1%
OP	-8.8	-3.8	2.5	0.4	-5.4	1.4	4.5	1.3	-9.7	1.8	19.1
(chg %)					적지	흑전	76.2	206.7		흑전	990.6
(OPM)	-34.1%	-8.0%	5.2%	1.0%	-14.1%	2.3%	8.4%	2.6%		0.9%	8.2%
NI	882.4	-6.2	0.1	3.1	-4.1	1.3	3.7	1.2	879.4	2.0	15.7
(chg %)					적전	흑전	3649.2	-61.7		-99.8	684.8

주: Retail(유통), Country(골프장운영), ENT(스크린야구, VR사업), Holdings(지주회사)
자료: 골프존유원홀딩스, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	430	165	201	233	247
매출원가	219	110	129	140	144
매출총이익	210	55	72	93	104
판매비요원비용	108	65	70	74	78
영업이익	102	-10	2	19	26
영업이익률	23.8	-5.9	0.9	8.2	10.3
EBITDA	116	2	13	30	36
영업외손익	-2	-9	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	4	4	4	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9	-9	-3	-3	-3
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-4	0	0	0
법인세비용차감전순이익	101	-19	3	20	26
법인세비용	-21	4	-1	-4	-6
계속사업순이익	79	-15	2	16	21
중단사업순이익	0	894	0	0	0
당기순이익	79	879	2	16	21
당기순이익률	18.4	533.1	1.0	6.7	8.4
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	79	879	2	16	21
매도/금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	79	880	2	16	21
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	79	880	2	16	21

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
EPS	2,150	23,230	47	366	485
PER	11.7	0.3	190.8	24.3	18.4
BPS	13,199	12,869	12,337	12,603	12,939
PBR	1.9	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	3,141	64	308	700	840
EV/EBITDA	8.7	135.9	32.0	13.6	10.8
SPS	11,658	4,358	4,691	5,438	5,771
PSR	2.2	1.6	1.9	1.6	1.5
CFPS	3,029	23,434	230	622	761
DPS	500	580	100	150	199

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
성장성					
매출액증가율	17.7	-61.6	21.8	15.9	6.1
영업이익증가율	27.2	작전	흑전	990.6	33.7
순이익증가율	2,726.3	1,009.8	-99.8	684.8	32.4
수익성					
ROC	22.5	-1.5	0.3	3.0	4.1
ROA	14.6	-1.3	0.2	2.5	3.3
ROE	17.4	169.5	0.4	2.9	3.8
안정성					
부채비율	56.7	39.1	44.5	43.6	42.5
순차입금비율	15.6	4.2	7.8	4.8	1.4
이자상환비율	22.0	-2.1	2.0	22.2	29.7

자료: 글로벌증권리서치센터

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	177	187	188	204	222
현금및현금성자산	57	67	81	106	124
매출채권 및 기타채권	19	19	19	19	19
재고자산	31	31	31	31	31
기타유동자산	71	71	58	48	48
비유동자산	585	580	575	571	568
유형자산	454	452	450	448	446
관계기업투자지분	10	10	10	10	10
기타비유동자산	121	118	115	113	112
자산총계	762	767	764	775	790
유동부채	192	132	152	152	152
매입채무 및 기타채무	45	45	45	45	45
차입금	120	77	97	97	97
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	27	10	10	10	10
비유동부채	83	83	83	83	83
차입금	75	75	75	75	75
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	8	8	8
부채총계	276	215	235	235	235
자본계	486	551	528	540	554
자본금	18	21	21	21	21
자본잉여금	162	162	162	162	162
이익잉여금	312	374	351	363	377
기타보통주	-6	-6	-6	-6	-6
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	486	551	528	540	554
순차입금	76	23	41	26	8

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	29	870	-8	5	10
당기순이익	79	879	2	16	21
비현금항목의 가감	32	8	8	11	12
감상비용	13	12	11	11	10
외환손익	0	0	0	0	0
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	-4	-4	0	1
자산부채의 증감	-20	-19	-19	-19	-19
기타현금흐름	-63	1	1	-3	-4
투자활동 현금흐름	-76	1	13	11	1
투자자산	-6	0	0	0	0
유형자산	-85	1	1	1	1
기타	15	0	12	10	0
재무활동 현금흐름	36	-59	-5	-4	-6
단기차입금	19	-43	20	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	35	0	0	0	0
유상증자	0	3	0	0	0
현금배당	-15	-18	-25	-4	-6
기타	-3	0	0	0	0
현금의 증감	-11	10	14	25	18
기초 현금	68	57	67	81	106
기말 현금	57	67	81	106	124
NOPLAT	81	-8	1	15	20
FCF	1	2	11	24	29

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

골프존유원홀딩스(121440) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	160323		150211	150113	141110	140811
투자의견	Buy	분할후	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,300	커버재개	39,000	39,000	30,000	30,000

제시일자	140521	140513
투자의견	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000

제시일자	
투자의견	
목표주가	

제시일자	
투자의견	
목표주가	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20160320)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	83.4%	16.0%	0.6%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상