골프존 (215000/KQ | Overweight | T.P 200,000

오소독스 to 사우스포의 자세전환

- 고(高)영업 레버리지의 신사업이 주력으로 자리잡는 중

향후 골프존 업황에 대해 투자자들의 가장 관심을 가지는 사안은 아마도 **피크아웃 가능성**일 것이다. 분명 코로나 이후 국내 골프산업이 **해외골프여행 감소**로 반사이익을 얻은 것은 사실이다. **하지만 스크린골프는 저렴한 실내활동**으로, 일반적인 야외 골프와 달리 단체활동 및 해외여행 제한과 직접적인 상관성을 찾기에는 무리가 있다. 게다가 **코로나 이전부터 MZ세대의 유입으로 골프참여인구는 이미 증가**하기 시작했고, 동사가 2년 전부터 주력해온 직영점 사업(GDR아카데미)은 **영업 레버리지 효과**를 통해 **전체 시장을 상회하는 구조적 성장 OPM 개선**을 달성할 것으로 기대된다.

1. **독보적인 시장지위와 가맹점 전환 모델에 기반한 스크린골프 사업 매출 상승이 견조하다.** 골프존 지점 가운데 가맹점 비중은 17년 4%에서 21년 상반기 32.3%로 늘어났고, 스크린골프 사업 매출(H/W 매출 + 라운드 수수료)은 지난 3년 간 CAGR 14.3%의 안정된 성장세를 보였다. 특히 20년 12월 실내영업중단에도 불구하고 신규 직영점 수가 21년 상반기 +57.7%yoy 증가한 사실은 고무적이다.

2. **고(高)영업 레버리지의 직영점 매출 성장으로 인해 OPM이 현저히 개선되고 있다.** 과거 밑 빠진 독에 물 붓기 식의 직영점 사업에서 2019년부터 매출 성장세에 탄력이 붙기 시작했기 때문이다. 심지어 2020년 12월 실내 체육장 영업 중단으로 21년 상반기 라운드 매출이 -7.7%yoy 감소했음에도 불구하고 폭발적인 직영점 매출 성장으로 인해 21년 상반기 OPM 모두 28%를 상회하며 역대 최고 실적을 기록했다.

3. **영업시간제한 해제 시 추가적인 라운드 수수료 매출이 기대된다.** 해외여행 감소로 인해 야외골프산업은 직접적인 수혜를 입은 데에 반해 실내체육활동으로 분류되는 스크린골프는 코로나 이후 사회적 거리두기 단계 변화 따라 매출이 변동하였다. 향후 백신 2차 접종비율 증가와 영업시간 연장은 업황에 긍정적인 요인이다.

	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출	십억원	**198.7**	**247.0**	**298.5**	**396.1**	**471.0**	**483.6**
yoy	%	-0.7%	24.3%	20.9%	32.7%	18.9%	2.7%
매출총이익	십억원	**120.4**	**153.2**	**186.6**	**278.8**	**325.5**	**334.9**
yoy	%	-8.1%	27.2%	21.9%	49.4%	16.8%	2.9%
영업이익	십억원	**28.2**	**32.3**	**51.6**	**106.4**	**137.8**	**146.1**
yoy	%	-24.8%	14.7%	59.7%	106.4%	29.5%	6.0%
EBITDA	십억원	**34.2**	**43.2**	**68.4**	**124.2**	**154.1**	**160.9**
순이익	십억원	**20.4**	**16.2**	**37.5**	**80.5**	**104.3**	**110.5**
GPM	%	60.6%	62.0%	62.5%	70.4%	69.1%	69.3%
OPM	%	14.2%	13.1%	17.3%	26.9%	29.3%	30.2%
NIM	%	10.3%	6.6%	12.6%	20.3%	22.1%	22.8%
ROE	%	**10.5%**	**8.1%**	**16.6%**	**27.8%**	**27.7%**	**23.6%**
순차입금	십억원	**- 89.96**	**- 44.16**	**- 80.71**	**- 150.12**	**- 249.90**	**- 335.89**

Equities	
한국	
레져, 엔터테인먼트	
Rating	**Overweight**
18개월 목표가	**200,000원**
현재가	**KRW150,300**
Ticker	**215000/KQ**

Trading data

52주 최고가	KRW159,000
52주 최저가	KRW61,100
52주 beta	0.32
평균 거래대금	90억원

Key matrics

시가총액	9,432억원
발행주식수	627.2만주
유동주식비율	53.35%
22 fwd PER	9.0
23 fwd PER	8.5

희석주당순이익 (KRW)

12/21E	12,839
12/22E	16,622
12/23E	17,615

Major Shareholders (%)

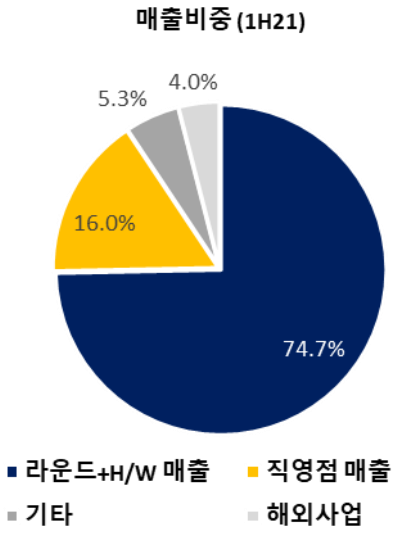
김원일 외 기타	46.55
KB자산운용	15.09

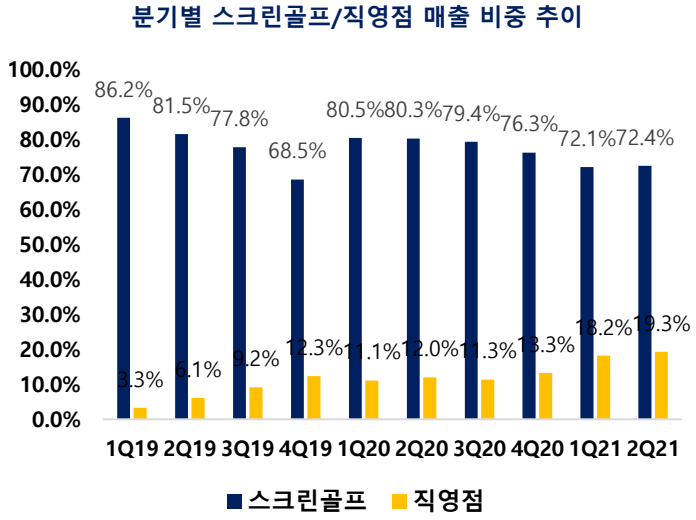
CY. Oscar Kang
Researcher
pragmaghang@gmail.com

사업모델, 매출비중

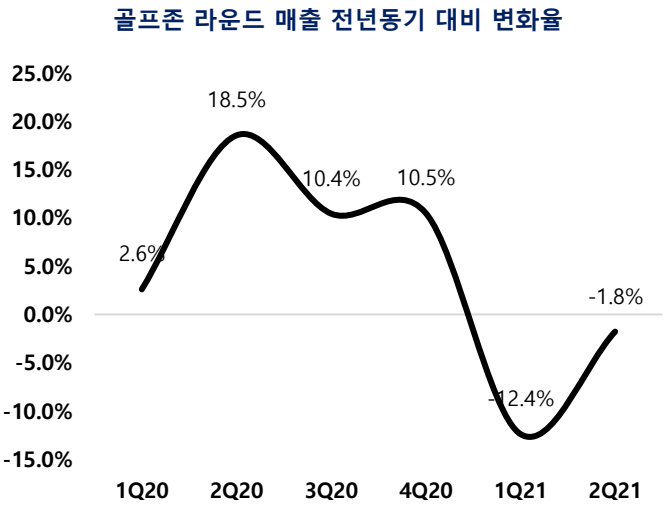
동사의 사업부문은 스크린골프 사업, 직영점 사업, 해외 사업 그리고 기타 사업으로 나뉜다. 스크린골프 사업은 골프 시뮬레이터 제품 판매와 (H/W) 가맹점(골프존파크) 및 비가맹점 이용 고객이 라운드 당 지불하는 게임 수수료를 (S/W) 매출로 인식하며 직영점 사업은 동사의 직영 골프연습장인 GDR아카데미의 회원권 판매액을 매출로 인식한다. 해외 사업의 경우 2009년부터 지금까지 일본, 중국, 미국, 베트남 등에 설립한 8개의 해외법인을 통해 영업하고 있으며 기타 사업 매출은 광고/제휴 및 유지보수와 소모성상품 판매로 구성되어 있다.

21년 상반기 기준 매출 비중을 살펴보면 스크린골프 매출이 전체 매출의 74.7%를 차지하고 있는데, 최근 2년간 직영점 매출의 빠른 증가로 인해 비중이 감소하고 있는 중이다.





자료: SK증권, 메리츠증권



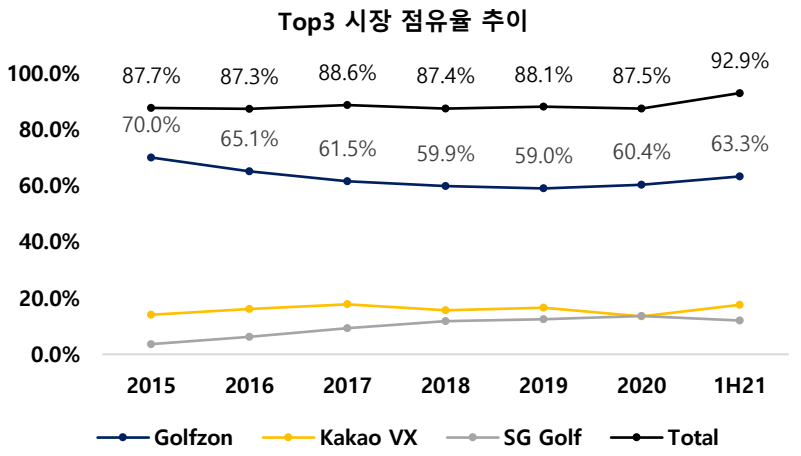
자료: SK증권, 메리츠증권

스크린골프 시장

국내 스크린골프 시장은 2011~2019년 동안 CAGR 4.4%의 매출 성장률을 기록하며 산업 성숙기로 접어드는 모습이었으나 2019년 매출성장률은 +6.6%yoy로 추세 대비 높은 상승세를 보였다. 2020년 코로나 이후의 전체 시장 수치는 나와있지 않지만 골프존의 라운드 매출액은 20년 +10%yoy 증가하였으며, 20년 말 거리두기 2.5단계 시행으로 인한 한 달 간의 영업 중단 여파로 인해 21년 상반기에는 전년동기 대비 −7.2%yoy 감소하며 지난 10년 가운데 가장 큰 변동폭을 보여주었다. 최근 몇 년 동안 시작된 2030세대를 주축으로 한 골프참여인구 증가 추세가 당분간 지속될 것임을 고려할 때 영업시간 연장과 거리두기 완화가 시행될 경우 코로나 이전 수준 이상의 안정적인 성장세를 회복할 것으로 전망된다.

시장진입장벽과 과점화

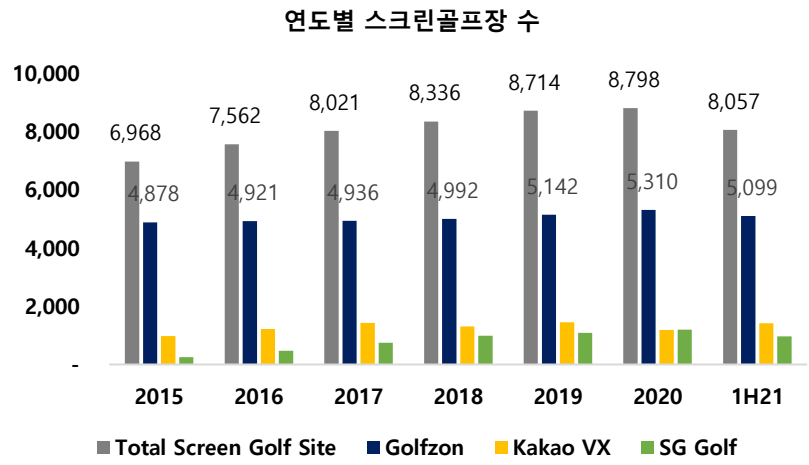
국내에는 약 10개의 골프 시뮬레이터 개발업체가 있으며 이중 상위 3개업체(골프존, 카카오VX, SG골프)가 전체 시장 점유율 92.9%를 차지하고 있고(1H21 기준), 이런 과점 양상은 최근 5년간 계속 유지되어왔다. 지점 수 확대를 위해선 1) 성수기 전에 PC, 프로젝터, 스크린, 센서 등의 핵심 구성품들을 조달할 수 있는 납기 대응력과 2)즉각적인 필요에 따른 기기 유지보수와 소모품 공급 능력이 필수인데, 이는 전국 단위의 서비스 센터와 a/s 인력이 뒷받침 되어야한다. 골프 시뮬레이터 개발의 난이도 자체는 높지 않지만, 제조/판매와 판매 후 관리 측면에서 시장진입장벽이 높아 시장 과점화 추세는 당분간 지속될 것으로 예측된다.



자료: 스크린골프뉴스

카카오VX와 SG골프 점유율

지난 5년간 골프존이 신규 지점 확대를 자제하는 동안 업계 2,3위 업체인 카카오VX와 SG골프는 공격적인 사업 확장을 시도했다. 카카오게임즈는 2017년 업계 2위 업체 마음골프를 인수하여 카카오VX로 사명을 바꾸면서 스크린골프 시장에 진출했는데, 카카오의 자체 IP와 브랜드 인지도를 이용한 점유율 확대를 시도하였으나 현재 17.6% 정도로 아직 17년 수준을 크게 벗어나지 못하고 있으며 SG골프 또한 18년과 비슷한 수준에서 정체되어 있다.



자료: 스크린골프뉴스

프랜차이즈 도입을 통한 안정적인 스크린골프 매출 성장

최근 5년간 동사는 2016년 하반기부터 신규 지점을 증가시키기보단 서비스 차별화에 집중하기 위해 자사 프랜차이즈 브랜드인 '골프존파크'를 출시했으며 1)신형 골프 시뮬레이터 판매 대상을 '골프존파크' 가맹점으로 한정하고 2)구형 제품 판매를 중단함으로써 비가맹점들의 가맹점 전환을 유도했다. 이로 인해 골프존 지점 가운데 가맹점 비중은 17년 4%에서 21년 상반기 32.3% 수준으로 늘어났고, 스크린골프 사업 매출(H/W 매출 + 라운드 수수료)은 지난 3년 간 CAGR 14.3%의 안정된 성장세를 보였다.

향후 스크린골프 매출 전망

현재 동사의 주력 H/W 제품은 최신형 골프 시뮬레이터인 투비전 플러스 모델로 가맹점인 골프존파크를 대상으로만 판매되고 있으며, 비가맹점의 경우 그 이전 모델인 비전플러스 및 비전 등의 시뮬레이터를 현재에도 사용하고 있다. 현재 가맹점/총 지점 비율은 32.3%인데 매년 4-5%p씩 증가하고 있으며 프로그램의 다양성과 샷 정확도 면에서 고객들에게 차별화된 경험을 제공해준다는 점에서 가맹점 전환 추세는 당분간 지속될 것으로 보인다. 따라서 골프 시뮬레이터 매출과 라운딩 수수료 매출 모두 안정적인 성장세를 유지하며 성숙기에 접어든 시장에서 꾸준한 현금흐름을 창출 할 것으로 기대된다.

	단위	2017	2018	2019	2020	1H21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
스크린골프 매출	십억	167.8	164.8	193.8	236.1	268.0	272.4	343.2	351.4	359.7	368.1
yoy			*-1.8%*	*17.6%*	*21.8%*		*15.4%*	*26.0%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.4%*
라운드 매출				84.3	92.8	89.3	96.5	97.8	99.2	100.6	102.0
yoy					*10.1%*		*3.9%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*
H/W 매출				109.5	143.3	178.7	175.9	245.4	252.1	259.0	266.1
yoy					*30.8%*		*22.8%*	*39.5%*	*2.8%*	*2.7%*	*2.7%*
총 지점 수	#	4,936	4,992	5,142	5,310	5,099	5,283	5,358	5,434	5,511	5,589
가맹점 (골프존파크)	#	651	910	1,167	1,423	1,647	1,706	2,102	2,508	2,925	3,353
골프존파크 비중	%	13.2%	18.2%	22.7%	26.8%	32.3%	32.3%	39.2%	46.2%	53.1%	60.0%

자료: 시장조사, SK증권, 골프존

스크린골프연습장 시장

스크린골프연습장 시장 규모는 현재 약 1.5조원 규모로 추정되며, 2015년부터 2019년까지 총 스크린골프연습장 수는 CAGR +1.8%의 정체된 성장률을 보이고 있다. 피크타임이 오후 7시-11시 사이인 스크린골프와 달리 점심시간과 퇴근직후 시간이 손님들로 가장 붐비며 스크린 라운딩은 기본 4시간이 소요되는 데 반해 스크린 골프연습은 1시간 내의 짧은 사용이 가능하기 때문에 업장 회전율이 높은 편이다

.

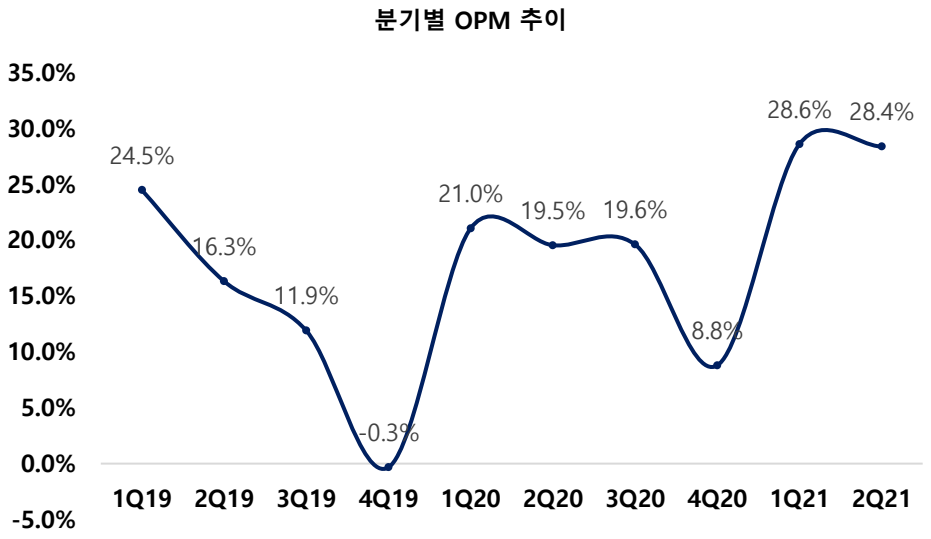
골프존이 압도적인 존재감을 갖고 있는 스크린골프 시장과 달리 스크린골프연습 시장은 10여개 이상의 업체들로 파편화 되어있어 상위 5개사의 점유율을 합쳐도 50%대에 불과하다. 골프존의 점유율은 16.7%로 1위를 차지하고 있지만 업계 2위와 큰 차이가 없는 수준이다.

신성장동력: 직영사업모델 'GDR아카데미'

골프연습용 시뮬레이터를 판매하던 기존 사업에서 한 단계 더 나아가 골프존은 2017년 말 'GDR아카데미' 1호점을 오픈하며 직영골프연습장 사업을 시작하였다. 사업 확장에 속도를 내면서 **2018년부터 Capex는 대폭 증가**한 데 반해 매출 저조로 인해 적자를 기록하며 골프존 전체 OPM은 10% 중반 밑으로 떨어지게 되었다.

그럼에도 불구하고 **코로나 이후에도 골프존은 수도권 지역 중심의 적극적인 확장**을 통해 18년 상반기 1개에서 21년 상반기 100개로 3년 만에 99개의 직영점을 개점하였고, 2020년을 기점으로 매출 성장세가 탄력을 받기 시작하였다. 20년 상반기 1.7만명이었던 GDR아카데미 회원수는 21년 상반기 4.4만명을 돌파하였으며, **분기별 지점 당 매출은 1억원에서 2억원으로 증가**했다.

이에 따라 과거 밑 빠진 독에 물 붓기라는 클리셰로 불리기 걸맞은 직영점 사업에서 **라운드 수수료 매출에 비견될 만큼의 영업레버리지 효과가 발생**하게 되었다. 심지어 2020년 12월 실내 체육장 영업 중단으로 21년 상반기 라운드 매출이 -7.7%yoy 감소했음에도 불구하고 폭발적인 직영점 매출 성장으로 인해 21년 1분기/2분기 전체 OPM 모두 28%를 상회하며 역대 최고 실적을 기록했다.



	단위	1H18	1H19	1H20	1H21
GDR아카데미 수	#	1	42	87	100
지점 당 매출 (연환산)	백만원	777.6	353.4	397.0	816.5

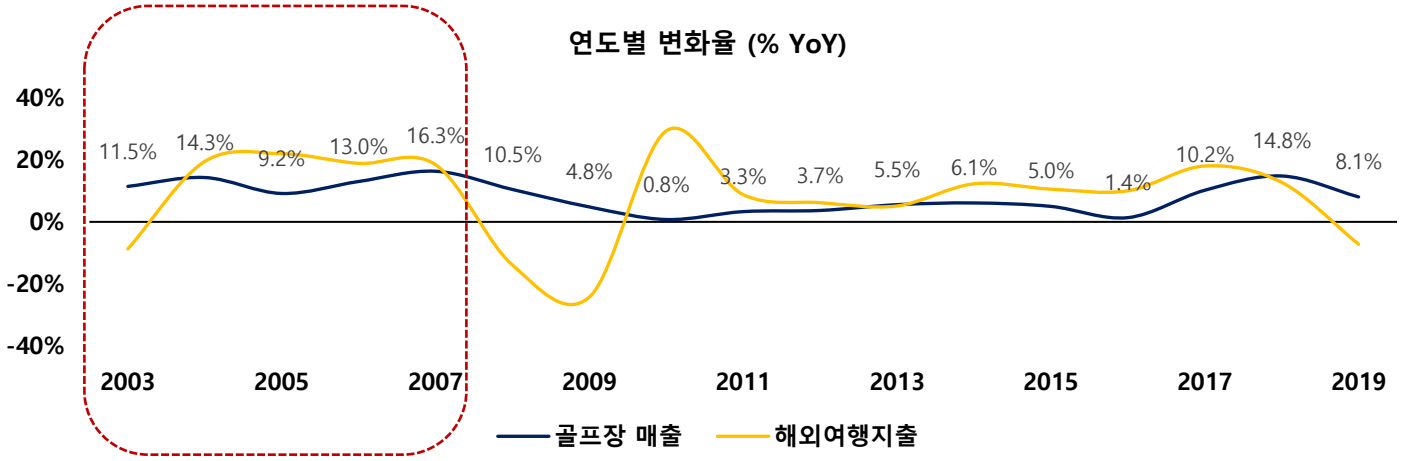
자료: 시장조사, SK증권, 골프존

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출	**60.5**	**60.7**	**65.6**	**60.1**	**72.7**	**72.2**	**79.6**	**74.0**	**99.4**	**105.8**	**108.1**	**82.8**	**246.9**	**298.5**	**396.1**	**471.0**
라운드+H/W 매출	52.1	49.5	51.0	41.2	58.5	57.9	63.2	56.4	71.7	76.7	74.2	49.8	193.8	236.1	272.4	343.2
라운드	24.5	20.0	21.2	18.6	25.1	23.7	23.4	20.6	22.0	23.3	32.1	19.1	84.3	92.8	96.5	97.8
H/W	27.7	29.5	29.8	22.5	33.4	34.3	39.8	35.8	49.7	53.4	42.1	30.7	109.5	143.3	175.9	245.4
직영점 매출	2.0	3.7	6.0	7.4	8.1	8.6	9.0	9.8	18.1	20.4	25.0	21.8	19.1	35.5	85.2	87.8
해외사업	1.3	2.4	3.0	3.0	1.0	1.3	2.0	2.4	5.5	4.5	2.9	2.9	9.6	6.7	15.8	17.4
기타	5.1	5.1	5.6	8.5	5.1	4.3	5.4	5.4	4.2	4.2	6.0	8.3	24.4	20.2	22.6	22.6
영업이익	**14.8**	**9.9**	**7.8**	**- 0.2**	**15.3**	**14.1**	**15.6**	**6.5**	**28.4**	**30.0**	**30.0**	**18.0**	**32.3**	**51.5**	**106.4**	**137.8**
OPM	24.5%	16.3%	11.9%	-0.3%	21.0%	19.5%	19.6%	8.8%	28.6%	28.4%	27.8%	21.8%	13.1%	17.3%	26.9%	29.3%

자료: 시장조사, SK증권, 골프존

전망과 우려 1) 코로나 이후 여행 재개와 레저활동 제한 해제 시 여파는?

Answer: 실제 골프장 라운딩 매출은 해외골프여행인구의 국내 활동으로 인한 직접적인 수혜를 받았으며, 현대경제연구원에 따르면 그로 인한 내수진작 효과는 2.2-3.1조에 달한다. 그러나 1) 스크린골프장은 **골프장과 비교할 때 접근성과 가격 측면에서 매우 상이**하며 2) **실내영업시간 제한 해제 시**엔 오히려 추가적인 업사이드를 기대할 수 있다. 그리고 팬데믹과 골프산업 매출과 관련하여 참고할 수 있는 가장 최근 자료를 살펴보면, 3) 2002년 11월 발견된 SARS(Severe Acute Respiratory Syndrome) 유행으로 인해 **해외여행지출이 -8.7%yoy 감소했던 2003년 이후 골프장 매출은 2008년 서브프라임 전까지 견조한 상승세**를 보여주었다. 해외여행 재개 여부와 골프산업 매출 사이에 **명확한 상관관계가 있다고 단정할 순 없다.**



자료: 통계청, 한국레저산업연구소

전망과 우려 2) 직영점 사업 매출이 이미 피크아웃에 도달한 것은 아닌지?

Answer: 먼저 21년 상반기 1) 직영점 수를 기준으로 본 **골프존의 시장점유율은 아직 2.4%에 불과**하며, 기존 스크린골프장과의 사업 내용이 크게 겹치지 않아 추가 지점 확보에 큰 어려움이 없다. 또한 2) 2019년 기준 지역별 골프연습장(실내, 실외, 스크린 포함) 대비 스크린골프연습장 비중이 서울에서 가장 낮은데, 현재 **수도권 위주의 직영점 확대 전략은 향후 몇 년간 더 지속 가능할 것**으로 보인다. 또한 **지점 당 분기 매출액**이 21년 2분기 약 2억원으로 사업 초기였던 **18년 3분기의 2.4억원 수준을 아직 하회**하고 있으므로, **향후 매출 상승 여력은 충분하다고 판단한다.**

전망과 우려 3) 카카오VX, SG골프와의 경쟁 우려는 없는지?

Answer: 골프존의 국내 스크린골프 사업부문에 제기되는 가장 큰 우려는 경쟁업체의 시장 점유율 확대일 것이다. 확실히 골프존의 시장점유율이 70%에 육박하던 2015년과 비교하면 최근 시장환경이 더 경쟁적으로 변한 것이 사실이다. 하지만 **그동안의 골프존 점유율이 하락했던 이유**는 1) **2017-18년 프랜차이즈 사업 초기에 겪었던 비가맹점주와의 마찰 등의 난항**과 2) **지점 당 매출액 관리를 위해 자발적으로 신규 지점확대를 자제**했기 때문이다.

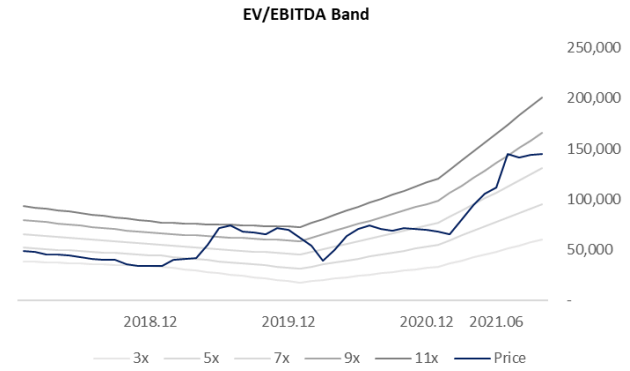
아직도 골프존은 소비자들에 대한 브랜드 인지도 및 사업장에 대한 기기/부품의 조달과 유지보수 측면에서 골프존이 독보적인 우위를 갖고 있으며, 카카오VX와 SG골프가 공격적인 사업 확장을 시도하고 있음에도 불구하고 2017-18년 수준의 점유율을 벗어나지 못하고 있는 것을 볼 때 이들이 중단기적으로 급격한 외형 성장을 달성하는 일은 쉽지 않아 보인다.

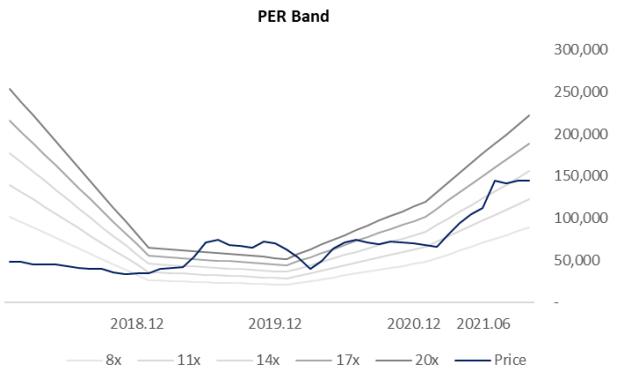
또한 비거리 조정 방법과 관련하여 골프존이 제기한 특허침해소송의 대법원 확정 판결이 이번에 나왔는데, 이로 인해 페어웨이, 러프, 벙커에 따라 각각 다른 종류의 스윙매트를 사용하던 기존 방식을 골프존만 사용할 수 있게 된 점은 카카오VX와 SG골프에게 더욱 불리하게 작용할 것이다.

뿐만 아니라 카카오VX는 현재 지점 수를 확대하는 과정에서 영업권 침해 문제로 인해 기존 점주들과의 마찰을 겪고 있는 중인데, 일부 사업자는 인근 지역의 연습장과 카카오VX가 계약을 맺을 것에 대해 민사소송 제기나 임원 면담 요청을 통해 항의하고 있다. 과거 골프존이 가맹점 모델을 도입했을 때 비가맹점주들과의 갈등과 갑질 논란으로 인해 2년 동안 매출 정체를 겪었던 상황과 마찬가지로 카카오VX 또한 유사한 전철을 밟을 가능성도 무시할 수 없다.

재무상태표

(십억원)	21E	22E	23E	24E
현금 및 현금성자산	150.1	249.9	335.9	428.4
매출채권	30.8	36.7	37.7	38.7
재고자산	11.2	13.9	14.2	14.5
선급비용 외 기타	6.8	7.5	7.6	7.7
총유동자산	**199.0**	**308.0**	**395.4**	**489.3**
유형자산	117.4	116.9	115.9	114.4
이연법인세	5.3	5.3	5.3	5.3
무형자산	21.4	21.9	22.4	22.9
기타비유동자산	107.4	107.4	107.4	107.4
총자산	**450.4**	**559.5**	**646.5**	**739.4**
매입채무	23.2	28.8	29.4	30.0
선수금	12.2	15.2	15.5	15.8
미지급금 및 기타	0.6	0.7	0.7	0.8
기타유동부채	36.8	45.7	46.7	47.7
총유동부채	**72.8**	**90.4**	**92.3**	**94.3**
당좌부채	-	-	-	-
리스부채	77.9	83.3	75.8	67.9
장기차입금	-	-	-	-
기타비유동부채	9.8	9.8	9.8	9.8
총부채	**160.6**	**183.5**	**177.9**	**172.0**
자기자본	287.4	373.6	466.0	564.9
비지배지분	2.5	2.5	2.5	2.5
자본총계	**289.9**	**376.1**	**468.5**	**567.4**
부채 및 자본총계	**450.4**	**559.5**	**646.5**	**739.4**





손익계산서

(십억원)	21E	22E	23E	24E
매출	**396.1**	**471.0**	**483.6**	**496.5**
매출원가	**117.2**	**145.5**	**148.6**	**151.8**
매출총이익	**278.8**	**325.5**	**334.9**	**344.7**
GPM%	70.4%	69.1%	69.3%	69.4%
판매관리비	**154.6**	**171.4**	**174.0**	**176.7**
D&A	**17.8**	**16.3**	**14.8**	**13.3**
영업이익	**106.4**	**137.8**	**146.1**	**154.7**
OPM%	26.9%	29.3%	30.2%	31.2%
기타비용/수익	- 1.1	- 1.1	- 1.1	- 1.1
금융비용/수익	0.8	0.7	0.6	0.5
세전이익	**106.1**	**137.3**	**145.5**	**154.0**
법인세비용	**25.5**	**33.1**	**35.0**	**37.1**
법인세율	24%	24%	24%	24%
당기순이익	**80.5**	**104.3**	**110.5**	**117.0**
NIM%	20.3%	22.1%	22.8%	23.6%
비지배지분	-	-	-	-
희석주식수 (1000주)	6,272	6,272	6,272	6,272
희석주당순이익	12,839	16,622	17,615	18,645
주당배당금	2,826	2,878	2,878	2,878

현금흐름표

(십억원)	21E	22E	23E	24E
당기순이익	80.5	104.3	110.5	117.0
유형자산상각	14.8	13.3	11.8	10.3
무형자산상각	3.0	3.0	3.0	3.0
주식보상비용	-	-	-	-
운전자산변동	3.6	- 8.3	- 0.6	- 0.6
기타비유동자산 및 부채 변동	0.7	-	-	-
영업현금흐름	**94.1**	**128.9**	**125.9**	**130.8**
유형자산취득	- 14.9	- 12.9	- 10.9	- 8.9
자산처분 및 기타	-	-	-	-
무형자산취득	- 3.5	- 3.5	- 3.5	- 3.5
투자현금흐름	**- 18.4**	**- 16.4**	**- 14.4**	**- 12.4**
장기부채 증가	-	-	-	-
장기부채 감소	-	-	-	-
리스부채 증가	9.9	5.3	- 7.5	- 7.9
리스부채 감소	-	-	-	-
자사주취득	-	-	-	-
배당금지급	- 17.7	- 18.1	- 18.1	- 18.1
비지배지분변동	1.5	-	-	-
재무현금흐름	**- 6.3**	**- 12.7**	**- 25.5**	**- 26.0**
기초현금	**80.7**	**150.1**	**249.9**	**335.9**
현금증가	**69.4**	**99.8**	**86.0**	**92.5**
기말현금	**150.1**	**249.9**	**335.9**	**428.4**
FCFF	**76.1**	**113.0**	**112.1**	**119.1**