

골프존 (215000)

한국에서는 익숙 VS. 해외에서는 신선

TGL VS. 시티골프

타이거 우즈와 로리 매킬로이가 공동 설립한 투모로우 스포츠는 PGA투어와의 협업을 통해 스크린 골프리그 TGL이 올해 출범되었다. 드라이버와 아이언은 스크린에서, 샷게임은 그린에서 진행된다. 기존 골프의 단점이라고 할 수 있는 긴 라운딩 시간이 2시간 내외로 단축되었으며, 실내 경기장에서 진행됨에 따라 기상 상태와 무관하게 진행된다. 또한, 실내공간에서 관객들의 환호 및 야유와 플레이어의 Active한 반응 및 멘트(쇼맨십) 등을 볼 수 있다는 점도 기존 골프와 차별점이라고 할 수 있다.

동사는 TGL과 유사하면서 차별점이 존재하는 시티골프를 런칭했다. 24.9월에 중국 천진 매강 컨벤션 센터에 공개, 2024년 중국 스마트 스포츠 대표 사례의 스포츠시설 부문에 선정되었다. TGL이 관람형이라고 하면 시티골프는 체험형이라는 점이 가장 큰 차이점이다. 시티골프는 각 홀마다 다른 스크린에 샷을 하며 라운딩처럼 홀을 이동하면서 플레이한다. TGL 골프 시뮬레이션은 Top Golf의 제품으로 알려져 있다. 두 제품을 비교해보면 동사의 제품이 화질, 샷 이후 반응속도 측면에서 경쟁사 대비 우수하다는 것을 확인할 수 있다.

TGL이 주목받는 이유는 기존 골프투어와 달리 젊은 층의 골퍼들이 관심을 보인다는 점이다. 즉, 젊은 골퍼들이 스크린골프에 대한 거부감이 낮다는 것을 알 수 있다. 이는 골프에 대한 인지도 및 인기가 높은 미국에 한정적이지는 않을 것이다. 젊은 골퍼들의 시장 유입을 통해 전세계적으로 TGL과 같은 스크린골프의 확장을 기대해볼 수 있다. 초기에는 스타플레이어의 관람 측면에서 시청 등의 흥미와 재미 제공으로 시작되었지만, 시나브로 참여형으로 확대될 것으로 기대된다. 동사의 시티골프가 해외 사업 확장성을 보유하고 있다고 판단하는 이유이다.

동사의 시티골프는 중국에서의 인기를 기반으로 중국 주요 도시를 대상으로 사업확장에 나설 예정이다. 중국은 11년이후 5년간 10여개 중국 중앙부처가 합동으로 전국 골프장 정리/단속에 나섰던 것으로 알려져 있으며, 이후 암흑기를 거쳤다. 관엔텐샤(시장조사업체)에 따르면 23년 중국 전체 골프인구는 98.5만명이지만 유소년 골퍼 인구가 증가하고 있는 것으로 알려져 있다. 중국 역시 스크린 골프에 대한 거부감이 없는 젊은 골퍼들의 증가로 시장에 주목받을 것으로 예상된다. 중국내 선제적 진출을 통해 중국 골프시장 성장에 따른 수혜도 예상된다. 한국에서는 스크린골프가 너무 익숙해져 있지만, 해외에서는 초기산업으로 개화되는 시기다. 너무 익숙해져 스크린 골프 산업이 확장될 가능성을 낮게 볼 필요는 없다고 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	2,985	4,403	6,175	6,851
영업이익	516	1,077	1,487	1,145
지배순이익	383	763	1,137	795
PER	10.3	9.9	7.9	8.7
PBR	1.8	2.6	2.4	1.6
EV/EBITDA	4.3	4.3	3.9	3.8
ROE	18.0	29.8	35.0	20.4

자료: 유안타증권



권명준 스몰캡

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가

-원 (I)

직전 목표주가

-원

현재주가 (3/5)

59,300원

상승여력

-

시가총액	3,721억원
총발행주식수	6,275,415주
60일 평균 거래대금	13억원
60일 평균 거래량	19,769주
52주 고/저	84,700원 / 57,300원
외인지분율	20.01%
배당수익률	0.00%
주요주주	골프존뉴딘홀딩스 외 11인
주가수익률 (%)	1개월 3개월 12개월
절대	1.9 (15.9) (23.7)
상대	(0.3) (24.4) (11.5)
절대 (달러환산)	0.7 (18.6) (30.3)

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

2024년 실적 Review

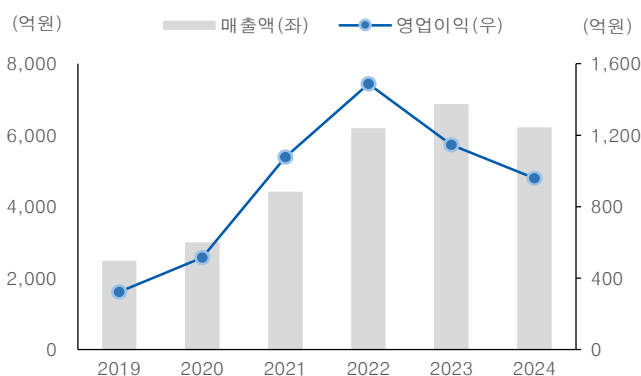
2024년 연간 매출액과 영업이익은 6,199.8억원, 영업이익 958.3억원으로 전년대비 9.5%, 16.3% 감소했다. 사업부별로 구분해보면 스크린골프는 전년대비 -3.2%, GDR -37.0%, 해외 -12.6%, 기타 -9.0%로 전 사업부문 역성장했다.

국내 소비심리 위축 기조 영향으로 스크린골프와 GDR 사업부의 매출액이 감소했으며, 기대했던 일본에서 실내 골프연습장 성장 정체로 해외 역시 역성장했다. 해외 사업 확장을 위한 투자로 인한 비용 증가는 이익률 둔화로 이어졌다.

4Q24는 매출액 1,309.8억원, 영업이익 110.9억원으로 전년대비 21.3%, 24.6% 하락했다. 신제품 NX 판매량 감소로 스크린골프 사업, GDR 직영점수 감소로 GDR 등이 매출 역성장의 중요한 요인이었다. 특히, 매분기 전년대비 성장세를 보였던 라운드수가 4분기에 역성장한 모습을 보였다는 점이 특징적(4Q23 2,328만 라운드 VS. 4Q24 2,277만라운드)이다.

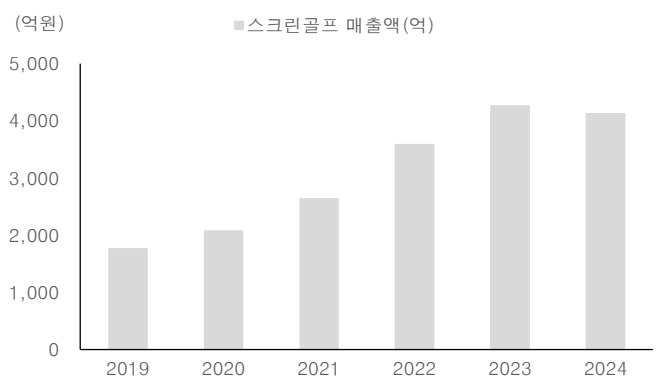
22~23년은 매출성장세를 보였음에도 불구하고 각각 연간으로 35.5%, 18.3% 하락했다. 실적보다는 성장성에 대한 기대감이 주가의 방향성을 결정한다는 것을 의미한다.

[그림 1] 매출액과 영업이익 추이(연도별)



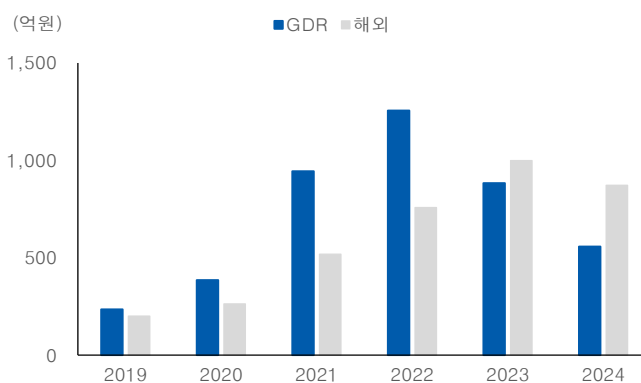
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 스크린골프 사업 매출추이(연도별)



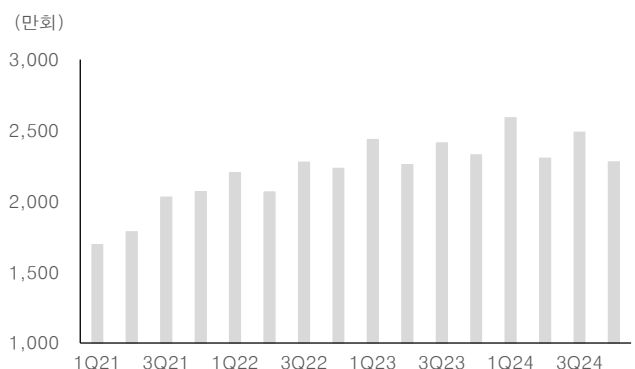
자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] GDR 사업 & 해외사업부 매출추이(연도별)



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 분기별 라운드수 추이



자료: 골프존, 유안타증권 리서치센터

TGL 이 야기할 나비효과 기대

2025년 1월 7일 타이거 우즈와 로리 매킬로이가 공동 설립한 투모로우 스포츠와 PGA투어가 협업하여 새로운 스크린 골프 리그 TGL이 시작되었다. 대형 스크린(가로 19.5m X 세로 16m)을 향해 티샷과 세컨샷을 진행하며, 50야드 이내의 숏게임은 그린존에서 플레이를 하는 방식이다. 플로리다 팜 비치 가든의 7천평 규모 SoFi센터에서 진행된다. 2025시즌에는 팀당 4명씩 6개팀으로 구성되어 있다.

3월 25일까지 정규시즌 15게임(팀당 5경기), 4개팀이 펼치는 준결승, 최종 결승전(3/24~3/25일, 3전 2선승제)으로 진행된다. 경기는 총 15홀로 진행되며 첫 9홀은 같은 팀 선수 3명이 한 개의 공을 번갈아 치는 방식이며, 6개 홀에서는 한 선수당 2개 홀을 1:1 대결하는 방식이다. 동점이 나올 경우 팀당 2명이 홀에 가까운 어프로치샷을 치는 팀이 승리하는 방식이다.

흥미를 유발할 수 있는 다양한 장치들이 마련되어 있다는 점에서 주목을 받고 있다. 첫째, 플레이 시간이 짧다. 정규 CC에서 18홀을 플레이 하는 경우 5시간 내외가 소요되는 것으로 알려져 있다. PGA투어 권장 시간은 4시간 30분이다. 반면 TGL은 2시간 내외의 시간으로 게임이 종료된다.

둘째, PGA 투어의 경우 통상 4일간 경기를 진행하며, 4일간 타수의 합이 적은 플레이어가 우승하는 스트로크 플레이 방식이다. 반면, TGL은 홀당 승부를 진행하는 매치플레이 방식으로 즉각적인 승부여부를 확인할 수 있다. 여기에 추가적인 점수를 얻을 수 있는 HAMMER라는 제도가 도입되어 경기 끝까지 역전을 할 수 있는 여지를 마련해 두었다.

셋째, PGA투어는 실존하는 공간에서 플레이를 하는 반면, TGL은 가상의 홀(30개)로 구성되어 있다. 지금까지 경험해보지 못한 공간에서의 플레이를 진행한다는 점에서 흥미를 야기할 수 있다.

넷째, 실제 골프경기에서는 골프선수들이 샷을 하기 전에 진행요원들이 Quiet Sign을 들어 플레이에 방해하지 않으려고 한다. 골프선수들의 이야기 역시 들을 수가 없다. 반면 TGL은 관중들이 샷의 여부와 상관없이 응원과 야유를 할 수 있다. 농구와 야구처럼 공간에서 참여하고 있다는 느낌을 부각시켜준다. 골프 선수 또한 헤드셋을 통해 대화를 할 수 있는 시스템으로 구성되어 있다는 점에서 상호간의 호응을 유도할 수 있는 시스템이라고 할 수 있다.

TGL의 성장 및 확대는 골프시뮬레이션 관련 산업에 대한 기대감을 확대시킬 수 있다. 스포츠의 인기는 시청에서 그치지 않고 참여하는 인원을 확대시킨다. 동사의 골프 시뮬레이션 제품이 기술적 우위에 있다는 점을 고려시 향후 성장성을 상향하는 제품 및 시스템이라고 판단된다.

[그림 5] TGL 리그가 진행되는 SoFi 센터



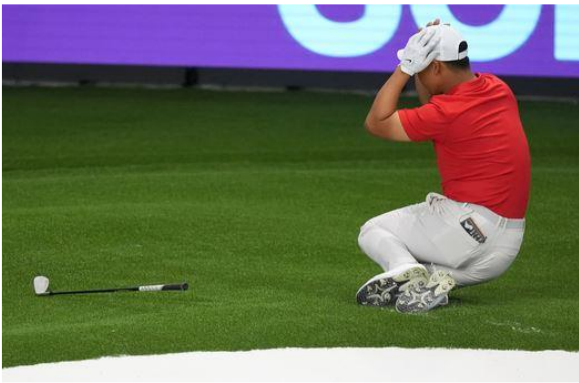
자료: TGL, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] TGL 내 가상코스



자료: TGL, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] TGL 내 K-Golfer 김주형



자료: 연합뉴스, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] TGL 내 흥미요소: Hammer



자료: Golfdigest, 유안타증권 리서치센터

골프존 (215000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	2,470	2,985	4,403	6,175	6,851
매출원가	939	1,119	1,550	2,538	3,147
매출총이익	1,532	1,866	2,853	3,637	3,704
판매비	1,209	1,351	1,777	2,150	2,558
영업이익	323	516	1,077	1,487	1,145
EBITDA	523	846	1,448	1,907	1,629
영업외손익	-24	-29	-39	-5	-80
외환관련손익	0	-6	4	-8	-3
이자손익	9	-2	1	0	-7
관계기업관련손익	-1	1	0	0	0
기타	-33	-22	-44	2	-70
법인세비용차감전순이익	299	487	1,038	1,481	1,066
법인세비용	136	112	273	366	329
계속사업순이익	162	375	764	1,116	736
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	162	375	764	1,116	736
지배지분순이익	162	383	763	1,137	795
포괄순이익	167	365	780	1,107	743
지배지분포괄이익	167	373	775	1,135	799

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	395	874	1,361	1,335	115
당기순이익	162	375	764	1,116	736
감가상각비	169	298	343	378	417
외환손익	0	3	-1	15	6
중속, 관계기업관련손익	1	-1	0	0	0
자산부채의 증감	18	122	47	-245	-1,087
기타현금흐름	45	76	208	72	43
투자활동 현금흐름	-469	-526	-637	-599	455
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-357	-153	-125	-296	-369
유형자산 감소	0	7	18	33	25
기타현금흐름	-112	-380	-530	-335	799
재무활동 현금흐름	-361	-253	-296	-533	-436
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-183	-8	0	-5	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-116	-129	-157	-220	-276
기타현금흐름	-61	-116	-140	-309	-160
연결범위변동 등 기타	4	-20	11	-9	7
현금의 증감	-431	75	438	194	142
기초 현금	591	160	252	690	884
기말 현금	160	235	690	884	1,027
NOPLAT	323	516	1,077	1,487	1,145
FCF	183	815	1,369	1,365	173

자료: 유안타증권

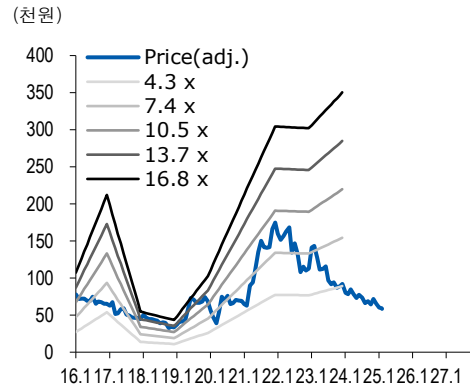
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	817	1,181	2,424	3,067	3,019
현금및현금성자산	160	235	690	884	1,027
매출채권 및 기타채권	200	207	269	425	777
재고자산	109	104	252	478	833
비유동자산	2,309	2,492	2,412	2,833	3,357
유형자산	1,159	1,174	1,143	1,281	1,409
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	1	1	1
기타투자자산	61	53	0	5	155
자산총계	3,126	3,673	4,836	5,900	6,376
유동부채	611	809	1,302	1,572	1,510
매입채무 및 기타채무	187	283	493	592	500
단기차입금	8	0	0	67	67
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	515	608	615	596	609
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,125	1,417	1,917	2,168	2,119
지배지분	2,000	2,246	2,878	3,620	4,173
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	688	688	688	722	724
이익잉여금	1,272	1,525	2,132	3,048	3,566
비지배지분	0	10	41	112	84
자본총계	2,000	2,256	2,919	3,732	4,257
순차입금	-17	-290	-1,336	-1,550	-715
총차입금	440	521	477	486	566

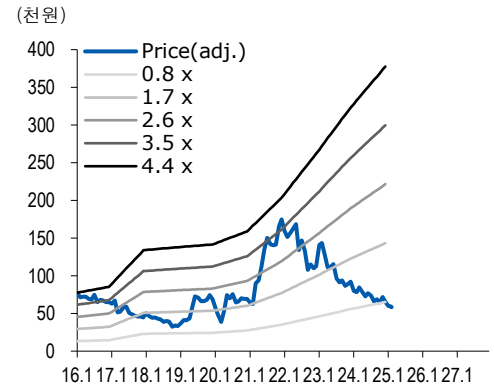
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	2,584	6,098	12,161	18,123	12,670
BPS	31,892	35,801	45,891	59,058	68,089
EBITDAPS	8,327	13,477	23,076	30,381	25,953
SPS	39,363	47,570	70,164	98,402	109,174
DPS	2,050	2,500	3,500	4,500	4,500
PER	22.6	10.3	9.9	7.9	8.7
PBR	1.8	1.8	2.6	2.4	1.6
EV/EBITDA	7.0	4.3	4.3	3.9	3.8
PSR	1.5	1.3	1.7	1.5	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	24.3	20.9	47.5	40.2	10.9
영업이익 증가율 (%)	14.7	59.7	108.8	38.1	-23.0
지배순이익 증가율 (%)	-20.6	136.0	99.4	49.0	-30.1
매출총이익률 (%)	62.0	62.5	64.8	58.9	54.1
영업이익률 (%)	13.1	17.3	24.5	24.1	16.7
지배순이익률 (%)	6.6	12.8	17.3	18.4	11.6
EBITDA 마진 (%)	21.2	28.3	32.9	30.9	23.8
ROIC	29.7	43.9	110.7	125.1	58.8
ROA	5.7	11.3	17.9	21.2	13.0
ROE	8.2	18.0	29.8	35.0	20.4
부채비율 (%)	56.3	62.8	65.7	58.1	49.8
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-12.9	-45.8	-41.5	-16.8
영업이익/금융비용 (배)	32.2	34.1	72.1	79.1	42.1

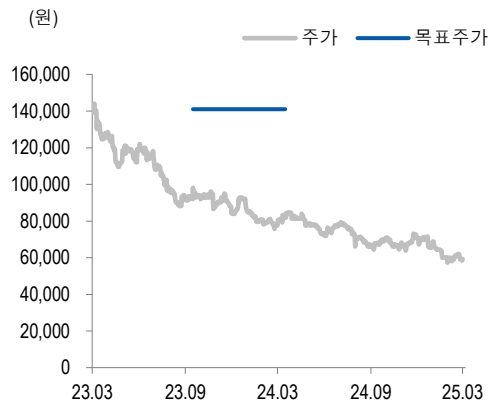
P/E band chart



P/B band chart



골프존 (215000) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-05	Not Rated	-	1년		
2024-09-20	1년 경과 이후		1년	-53.10	-48.16
2023-09-20	BUY	141,000	1년	-42.62	-31.84
2023-01-13	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.