

골프존, 실적으로 증명하는 알바트로스급 성장세는 지속될 것이다!

2022F EPS 21,810원에 PER 12.3x를 적용한 268,300원을 목표주가로 제시한다. 최근 발표된 1Q22 실적에서부터 역대 최고치를 경신하며, 동사는 강력한 펀더멘탈과 함께 폭발적인 성장세를 여실히 선보이고 있다. 스크린골프의 대명사이자 산업 확장의 중심점으로서 동반 성장해온 동사는, 최근 리오프닝 추세에 접어들며 시장에서 다양한 관점을 직면하고 있다. 본 보고서는 다음의 투자 포인트를 통해 Top-line과 수익성이 동반 성장하는 성공 신화가 지속될 것임을 증명하고자 한다.

Point 1. 가맹점이 주도하는 P&Q의 동반 성장!

가맹점 '골프존파크'를 중심으로, 신규 매장이 출점할 Room이 여전히 충분함을 피력한다. 현재 우려의 중심에 있는 Point인 만큼, 이를 뒷받침하고자 소득, 면적 등 매장 출점에 관한 raw-data를 면밀히 종합해 분석한다. 나아가 이러한 Q 성장과 더불어, 가맹점 비율의 상승으로 P 측면에서도 질적 성장을 기대할 수 있음을 밝힌다.

Point 2. 미래를 책임질 GDR을 G | D | R !

GDR 사업은 골프 연습 수요를 효과적으로 흡수하며 강력한 파이프라인이 될 것이다. 과거에는 적자 사업으로서 동사의 발목을 잡던 GDR은, 지난 턴어라운드 이후 급성장하며 더욱 다채로운 매력의 New Phase를 주도할 중심점이다. GDR은 동사의 지속 가능한 성장을 이끌며 리오프닝 피해에 대한 시장의 우려를 불식시킬 것이다.

Point 3. Golfzon, Go Global !

현재 해외 시장을 성공적으로 침투하고 있는 동사는 국가별로 최적화된 전략을 통해 해외 침투를 가속화시키고, 동사의 성장 여력에 대한 의문을 해소시킬 것이다.

추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q21P	2022F	2023F
매출액	198,705	247,018	298,524	440,308	153,866	608,316	755,752
YoY (%)		24.3%	20.9%	47.5%		38.2%	24.2%
매출원가	77,581	93,860	111,876	154,972		200,553	240,946
매출총이익	121,124	153,159	186,648	285,336		407,763	514,806
GPM (%)	61.0%	62.0%	62.5%	64.8%		67.0%	68.1%
판매비	92,964	120,861	135,075	177,664		225,751	274,395
영업이익	28,160	32,297	51,573	107,672	50,702	182,012	240,411
OPM (%)	14.2%	13.1%	17.3%	24.5%	33.0%	29.9%	31.8%
금융손익	1,370	1,080	283	-308		603	969
기타손익	-3,120	-3,445	-3,215	-3,622		-2,605	-2,605
지분법손익	-57	-83	65	22		44	44
법인세차감전이익	26,354	29,850	48,706	103,764		180,053	238,818
법인세비용	5,934	13,636	11,209	27,321		43,573	57,794
당기순이익	20,419	16,214	37,497	76,442		136,480	181,024
지배기업소유주지분	20,419	16,214	38,267	76,314		136,801	181,345
비지배지분			-770	128		-321	-321

Rating

Buy

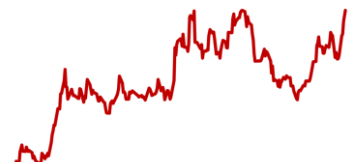
목표주가: 268,300 원

현재주가: 179,000 원

상승여력: 50%

12M 주가추이

시가총액 1 조 1,691 억 원



B/S data (2021)

자산 총계	4,836 억원
부채 총계	1,917 억원
자본 총계	2,919 억원

Earning data

PER (2022F)	8.20x
EPS (2022F)	21,810 원

주요 주주

골프존뉴딘홀딩스	38.71%
KB자산운용	13.65%

SMIC 5 팀

- 팀장 44 기 이재원
- 팀원 44 기 김유진
- 45 기 김용혁
- 45 기 박준영
- 45 기 차환진

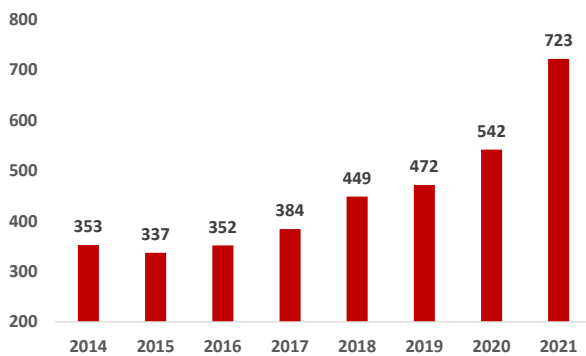
CONTENTS

1. 골프.. 좋아하세요? - 스크린골프 산업에 던져진 질문	03
2. 스크린골프 그 자체, 골프존 - 기업 분석	05
3. 투자 포인트	08
Point 1. 가맹점이 주도하는 P&Q 동반 성장 !	08
Point 2. 미래를 책임질 GDR을 G D R K !	14
Point 3. Golfzon, Go Global !	17
4. 매출 추정	21
5. Valuation - Historical PER Method	26
Appendix	31

골프... 좋아하세요 ? - 스크린골프 산업에 던져진 질문

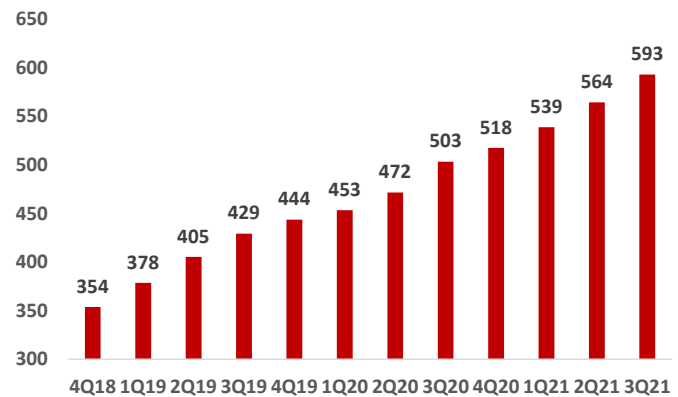
골프가 국민 스포츠로 부상했다는 사실에는 의심의 여지가 없다. 과거 골프는 경제적인 여유를 지닌 중장년층 중심의 스포츠라는 인식이 지배적이었으나, 최근에는 청년층이 대거 유입되는 등 대중성을 겸비한 트렌디한 스포츠로 탈바꿈했다. 스포츠 채널에만 머물던 골프 방송들이, 공중파에서도 상당수 방영되고 있다는 사실은 골프의 **범국민적인 인기**를 단적으로 보여준다.

그림 1-1. 골프 용품 연도별 수입액 추이 (단위: 백 만 \$)



출처: 관세청, SMIC 5팀

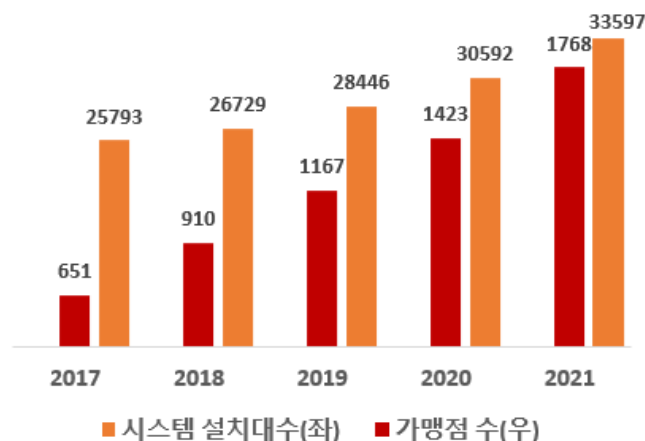
그림 1-2. 인스타그램 #골프 해시태그 누적 포스트(단위: 만 개)



출처: MEDIANCE 해시태그 랩, SMIC 5팀

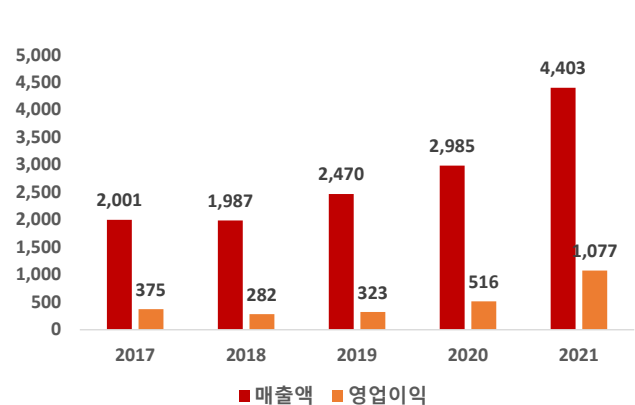
이러한 골프의 선풍적인 인기에는 골프장 이용 요금 감소, 근로시간의 감소와 같은 요인들과 함께, 스크린골프의 발전이 큰 기여를 했다. 골프를 입문하려는 사람에게 접근성이 좋지 않고 이용 요금이 비싼 골프장이 큰 진입장벽으로 작용하는데, 도심지에서 퇴근 이후 저렴하게 즐길 수 있는 스크린골프의 보급은 시공간적 제약과 비용 문제를 모두 해결했다. 이에 더해 기술의 발전은 스크린골프의 오락성을 높이며 스크린골프를 하나의 독립적인 장르로 재탄생시키기에 이르렀다.

그림 1-3. 동사 가맹점, 시스템 설치량 추이



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 1-4. 동사 매출액, 영업이익 추이 (단위: 억 원)



출처: DART, SMIC 5팀

골프 산업의 새로운 지평을 연 **스크린골프 발전의 중심**에는 항상 동사가 있었다. 스크린골프와 거의 동치라고 할 수 있는 ‘골프존’은 스크린골프의 확산과 동행하며 놀라운 성장세를 보여왔다. 동사의 상호를 사용하는 가맹점은 꾸준히 증가하고 있으며, 핵심 수익원인 골프 시뮬레이터 판매량과 동사 시스템을 이용한 라운딩 수 역시 빠르게 성장하고 있다. 이러한 성장세는 컨센서스를 크게 상회하는 2022년 1분기의 어닝 서프라이즈로 가시화되었다.

그러나 매번 기대를 뛰어넘는 가파른 성장에도 불구하고, 시장에는 동사가 지금까지의 성장을 앞으로도 지속할 수 있을지 여부에 대해 **의문부호**가 일부 존재하는 듯하다.

1. 스크린골프장은 이미 충분히 많이 생긴 것이 아닌가? 최근 급격한 성장을 보였던 만큼 남은 성장 여력이 얼마 남지 않은 것이 아닌가?
2. ‘스크린’ 골프는 코로나 19로 인해 억눌린 **필드 골프** 수요의 일시적 대안이 아닌가? 완전한 엔데믹이 도래한다면, 필드 골프의 수요가 되살아나 스크린골프의 파이가 침식당할 수 있지 않은가?
3. 결국, 지금까지의 성장을 앞으로도 가능하게 만들 성장의 동력이 존재하는가?

본 보고서는 위와 같은 시장의 여러 **우려들을 불식시키기 위한 대답**을 제시할 것이다.

1. 골프의 수요자와 공급자 모두, 경쟁사에 비하여 ‘골프존’을 이용할 유인이 크며, 이에 따라 동사는 앞으로도 공고한 **시장 지배력을 유지하며 지금까지 동사 수익 구조의 키 팩터인 가맹 출점을 지속해나갈** 것이다.
2. 골프의 소비 행태상, 스크린골프는 **필드 골프**의 일시적 대안이 아니며, 다양한 골퍼들의 니즈들을 충족시키는 독립적인 장르가 되었다. 완전한 엔데믹이 도래하더라도, **필드 골프가 스크린골프의 수요를 침식하지 못할** 것이다.
3. **국내 시장의 성장 여력은 넉넉하며, 끊임없는 신규 가맹점 증가로 동사는 이를 증명할** 것이다. 골칫거리 적자 사업부에서 최근 **턴어라운드한 GDR 사업부**는 든든한 파이프라인으로서 수익성에 기여하기 시작할 것이며, 본격적으로 **시작되는 해외 침투**는 동사의 미래를 중장기적으로 담보할 것이다.

결론적으로 꾸준한 본업의 성장과 공격적인 파이프라인의 다각화는 현재의 동사에 대한 우려를 성공적으로 잠재울 것이며, 동사는 언제나 그래왔듯이 성장세를 실적으로 증명해갈 것이다. 10년 전의 기사에서도 피크아웃 우려에 대한 언급이 존재할 정도로, 골프 산업에 대한 우려의 시선은 언제나 존재해왔다. 그러나 동사는 실력으로 성장성을 증명할 것이고, 모든 의문이 해소될 때에 동사의 진가가 드러날 것이다.

GOLFZON, ONTO THE NEXT LEVEL

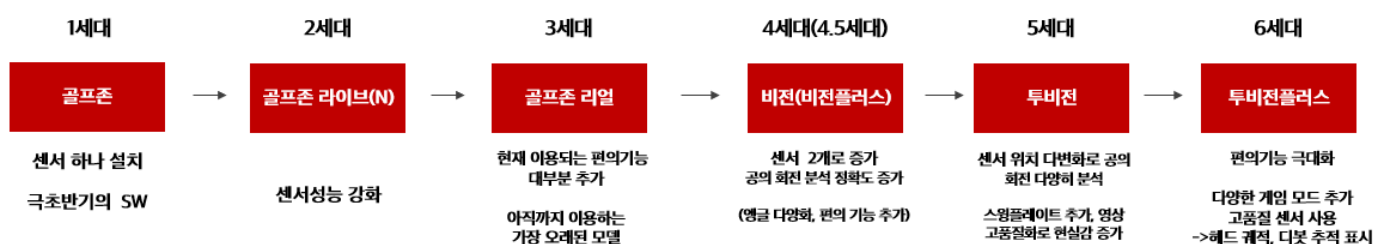
스크린골프 그 자체, 골프존 - 기업 분석

2.1 골프존, 스크린골프의 성장을 견인하다

정확도 ↑, 현실감 ↑
→ 골퍼들 니즈 적중

골프존은 국내 스크린골프 시장을 주도해온 장본인이다. 골프는 2000년대 박세리, 최경주와 같은 거물급 선수들의 국제대회 우승으로 처음 전국민적 관심을 받았고, 이후 이러한 관심은 스크린골프 시장의 개화의 밑거름이 되었다. 필드 골프의 대체재로 스크린골프가 시작됐기에, 정확도 및 현실성은 골퍼들이 스크린골프장을 선택할 때 가장 중요시하는 기준이 되었다.

그림 2-1. 동사 골프시뮬레이터(GS) 세대 구분



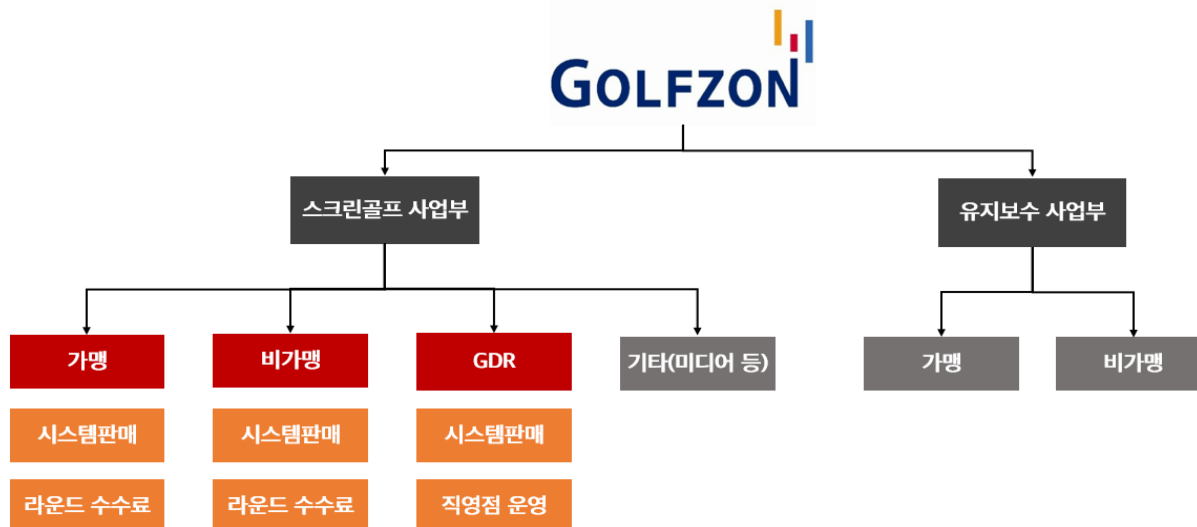
출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

동사 성장의 핵심
= Business
model(BM)

세대를 거듭할수록 발전해온 동사의 제품은 현실감과 정확도를 증가시키며 지속적으로 골퍼들을 스크린골프로 유입시키며 스크린골프를 독립적인 장르로 발전시켰다. 위의 그림에서 설명한 기술의 발전 이외에도, 동사의 성장 히스토리를 이해하고 주가의 Key factor가 무엇인지를 식별하기 위해서는 BM을 면밀하게 분석하는 것도 매우 중요하다. 따라서, 이번 단락에서는 동사의 주요 사업부별로 BM에 대해 소개하고자 한다.

2.2 골프존 BM 분석

그림 2-2. 가맹점 비가맹점 BM 도식화



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

동사의 사업부문은 위의 그림과 같이 크게는 스크린골프와 유지보수로 나뉘어진다. 본 보고서에서는 주 매출원이 되는 스크린골프 사업부의 가맹점, 비가맹점, GDR에 주목하여 BM을 분석하고자 한다.

(1) 가맹점과 비가맹점 BM 분석

가맹, 비가맹 BM
= 시스템 설치
+ 라운드 수수료

시스템판매와 라운드 수수료 수취를 통해서 매출을 발생시키는 가맹점과 비가맹점의 BM에 대해서 분석해보고자 한다. 가맹점은 골프존과 가맹 계약을 맺는 매장을 의미하며, 비가맹점은 골프존의 시스템만을 설치해서 운영하는 매장을 의미한다. 가맹점과 비가맹점은 설치되는 시스템의 세대가 다르다. 가맹점에는 6세대인 투비전플러스가, 비가맹점에는 4.5세대인 비전플러스가 주로 설치된다. 가맹점에 최신 시스템이 설치되는 만큼 더 높은 수수료를 라운드당 수취한다.

그림 2-3. 가맹점 비가맹점 BM 도식화



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

수익의 안정성에
기여하는 동사의 BM

결론적으로 시스템을 판매시에 판매 매출을 인식하는 것에 더하여 설치된 시스템을 이용하는 라운드당 수수료도 발생하기 때문에, 시스템 판매가 누적될수록 라운드당 수수료도 지속적으로 발생하게 된다. 적은 변동비로 이익을 꾸준히 창출해내는 동사의 BM은 매출의 안정성에 기여한다. 점포 수가 증가할수록 BM은 더욱 빛을 발하고, 특히 높은 수수료를 받는 가맹점이 누적될수록 수익성은 높아진다. 이러한 동사의 BM에 관한 내용은 투자포인트에서 자세히 후술할 것이다.

(2) GDR BM 분석

연습 수요가 증가할
수록 수혜보는 GDR

동사의 GDR(GolfZon Driving Range) 사업부의 매출은 직영점 매출과 시스템판매 매출로 나뉘어진다. 직영점 운영 매출은 회원권 판매와 레슨비로 이루어진다. 스크린골프와 골프시장이 성장할수록 연습을 통한 실력향상을 위해 스크린골프장을 찾는 인구가 늘어날 것임은 자명하다. 직영점 운영과 시스템판매를 통해 효과적으로 GDR의 접근성을 높이는 동사의 BM은 그런 수요를 모두 흡수할 수 있을 것이다.

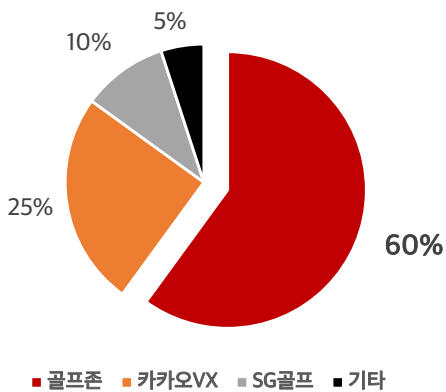
2.3. 국내에 골프존에 필적할 자가 있을까?

경쟁이 심화된 스크
린골프 시장에도 독
보적 입지 유지 중!

국내 스크린골프 시장이 가파른 성장을 보이고 있어 여러 시장 참여자들이 추가되고 있다. 그러나 동사는 스크린골프의 성장과 동행해온 기술력과 뛰어난 접근성을 앞세워서 타사 대비 뛰어난 경쟁력을 보여주고 있다. 현재 동사의 시장점유율은 60% 정도로 다른 경쟁사들 모두를 합한 것 이상의 독보적인 점유율을 가지고 있다. 동사의 후발주자로 M/S 25%를 차지하는 카카오VX의 경우 카카오프렌즈 캐릭터들의 이미지를 앞세워 2~30대 여성들의 관심을 끌고

있기는 하나 스크린골프의 가장 중요한 요소인 시스템의 현실감, 정확도 측면에서 동사에 비하여 굉장히 뒤떨어진 모습을 보여준다.

그림 2-4. 국내 스크린골프 시장점유율



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

그림 2-5. 특허침해 소송 승소

골프존, '카카오VX·에스지엠' 특허침해 소송서 최종 승소

송병기 기자 / 기사승인: 2021-07-06 12:48:40

f t p N b

대법원, 상고심패 특허침해 인정...골프존 "손해배상 청구 진행"

출처: 언론 보도, SMIC 5팀

경쟁사 대비 압도적 기술력을 갖춘 동사

실제로 여러 언론 보도와 이용자들의 후기들을 참고해본 결과, 대부분의 골퍼들이 다른 업체들에 비하여 골프존을 선호한다는 사실을 알 수 있었다. 이에 더해 동사의 압도적인 기술력은 작년 7월에 있었던 경쟁사와의 특허 침해 소송 최종 승소 사례에서도 알 수 있다. 해당 소송의 쟁점은, 가상의 골프코스 지형조건과 붙이 놓인 타격매트 조건을 비교해 비거리를 조정함으로써, 플레이어의 타격 환경과 가상코스의 환경을 조정해주는 핵심적 기술이었다. 이러한 특허 침해 소송에서 승소한 사례는 동사 기술력의 오리지널리티를 단적으로 보여주는 예시이다.

요약하면, 독보적 우위의 S/W 개발력이라는 기술적 해자를 갖춘 동사는 20년간 축적된 노하우가 담긴 BM의 우수성과 뛰어난 접근성을 갖추고 있다. 이는 향후 스크린골프의 경쟁이 격화될지라도, 산업 내 대명사와도 같은 동사의 독보적 입지를 단단히 지켜나갈 원동력으로 작용한다.

Point 1. 가맹점이 주도하는 P&Q의 동반 성장 !

동사는 최근 괄목할 만한 성장을 이뤄왔다. 그러나, 앞서 언급하였듯이 국내시장의 침투 여력이 감소함에 따라 성장세도 꺾이는 것이 아닌가 하는 우려의 시선이 존재해왔다. 이번 단락에서는 이러한 시장의 우려에 대하여 대답할 것이다. **결론적으로, 동사의 핵심적인 Q 지표라고 할 수 있는 매장 출점은 앞으로도 높은 수준에서 유지될 것이다.** 또한, 전체 매장에서 가맹점이 차지하는 비율이 높아짐에 따라 P의 측면에서도 질적인 성장을 이룰 것이다. 따라서, 동사는 P와 Q의 동반 상승에 따른 입체적 성장을 보이며 시장의 우려를 불식시킬 것이다.

3.1. 눈앞에 펼쳐진 광활한 대지, 매장 수 증가여력은 충분하다!

매출성장의 Key Factor
= 신규 매장 출점

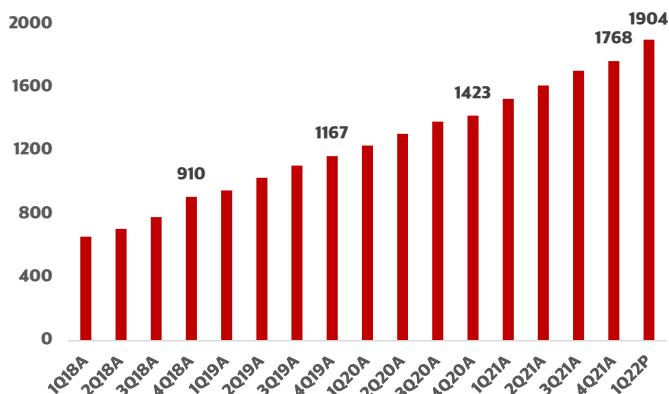
신규 매장 출점은 동사 매출의 핵심 요인이다. 신규 매장 출점시 단가가 높은 시스템 판매가 발생하고, 회당 수수료를 수취하는 라운드의 공급망이 늘어나는 효과를 누릴 수 있기 때문이다. 지난 3년간 동사의 가파른 매출 증가도 신규 매장 출점에 기인한다. 동사의 누적 가맹점 수는 '18년 910개에서 '21년 1,768개까지 CAGR 31% 성장했는데, 같은 기간 동사의 매출 역시 CAGR 41% 성장했다. '18년부터 매년 250개 이상 신규 가맹점이 오픈하며 시스템 판매가 꾸준히 이루어졌고, 매장 수 증가에 따라 라운드수가 증가하여 매출 성장을 견인한 것이다.

'21년과 '22년 동사의
역대급 가맹점 수 증가
→ 역대급 실적

특히, 지난 한 해 신규 가맹점 수와 매출 성장이 돋보인다. '21년 한 해 신규 가맹점 수는 예년에 비해 약 90개가 늘어 345개라는 기록적인 수치를 보였다. 이에 따라 그동안 정체되었던 시스템 판매가 21% 성장했고, 라운드 수 역시 11%의 유의미한 성장을 이뤘다. 그 결과, '21년 동사의 매출은 무려 YoY 48% 증가했다. 나아가, '21년의 추세적 상승궤도에 올라탄 동사는 '22년 1분기에도 신규 가맹점 수 136개라는 역대 분기 최고치를 기록해 이목을 끌었다.

올해 1분기의 성장과 실적이 우리 모두를 놀라게 했듯, 동사의 올해 신규 매장 출점은 이전 대비 높은 수준으로 지속될 예정이다. 그 근거로, 스크린골프 매장의 지역별 분포와 소득 데이터를 활용해 만든 두 지표를 제시해 추가 침투여력이 있음을 보여주고자 한다. 또한, 현재 예약이 밀려 있어 매장 이용이 어려운 상황이라는 점과, 부품사들의 생산량과 동사의 원재료 매입량이 가파르게 증가했다는 점 역시 가까운 미래에 공격적인 출점이 기대되는 이유다.

그림 3-1. 분기별 누적 가맹점 수



출처: IR Book, SMIC 5팀

그림 3-2. 연도별 핵심지표 및 매출액

	2018	2019	2020	2021	1Q22E
신규 가맹점 수	259	257	256	345	136
라운드수(만)	5557	5970	6512	7228	2203
시스템 판매(개)	2717	2343	2464	2989	1485
매출액(십억원)	198.7	246.9	298.5	440.4	153.9
추정 라운드 매출	100.0	107.4	117.2	160.9	43.7
시스템판매 매출	98.7	139.5	181.3	279.5	110.2

출처: IR Book, SMIC 5팀

소득 수준 ↑
→ 스크린골프 수요 ↑

핵심적인 지표들을 설정하기 이전에, 스크린골프의 소비행태를 정리할 필요가 있다. 가장 먼저, **평균적으로 소득수준이 높은 사람일수록 스크린골프에 대한 수요가 높다고 기대할 수 있다.** 물론, 스크린골프는 기존 실외골프만큼 소득수준과 수요의 상관성이 높지 않다. 하지만 다른 스포츠와 비교한다면, 경제적 진입장벽이 여전히 존재하는 것은 사실이다.

남녀노소 모두 골고루 즐기는 스크린골프!

또한, 스크린골프는 젊은 층에게 인기를 끌며 저변이 확대되어 남녀노소 모두 즐기는 스포츠가 되었다. 스크린골프장 예약플랫폼 '김캐디'에 따른 연령대별 스크린골프 예약앱 이용률을 분석해본 결과, **18세부터 64세까지 전연령대에 의해 골고루 소비되는 것을 확인할 수 있었다.** 특히, 레저산업연구소에 따르면 여성 골퍼는 골프 인구의 40%까지 치고 올라왔는데, 실외골프와 스크린골프의 상호보완성을 감안했을 때, 스크린골프 인구에서도 비슷한 양상이 나타난다고 추정하는 것은 충분히 합리적인 판단이다.

지역 면적 ↑
→ 스크린골프 매장 ↑

스크린골프는 **이용자의 활동반경 주변에서 소비된다.** 실외골프의 경우, 골프 소비자들은 필드골프를 즐기기 위해 먼 길의 여행도 감수하지만 스크린골프는 주로 동네에서 친구, 동료, 가족과 함께 이용한다. **이에 따라 스크린골프 매장의 개수가 지역 면적에 비례하는 경향이 있다.** 특히, 스크린골프 가맹점들의 매장 간 거리제한 정책을 고려했을 때, 지역 면적이 클수록 스크린골프 매장이 더 많이 위치할 여력이 생긴다.

이처럼, 스크린골프의 소비행태로부터 1) 소득수준이 높을수록, 2) 스크린골프를 소비하는 연령대의 인구가 많을수록, 3) 사람들이 거주하는 도시면적이 넓을수록 스크린골프 매장 출점이 증가하기에 **좋은 환경이라고 이해할 수 있다.** 앞서 언급한 세 가지 데이터를 전국 지역별로 살펴보고 추가 침투여력을 분석한 결과가 아래의 [그림3-3]에 정리되어 있다.

그림 3-3. 도시 구매력 대비 가맹점 수 및 도시면적 대비 가맹점 수

(단위: 백만 원)

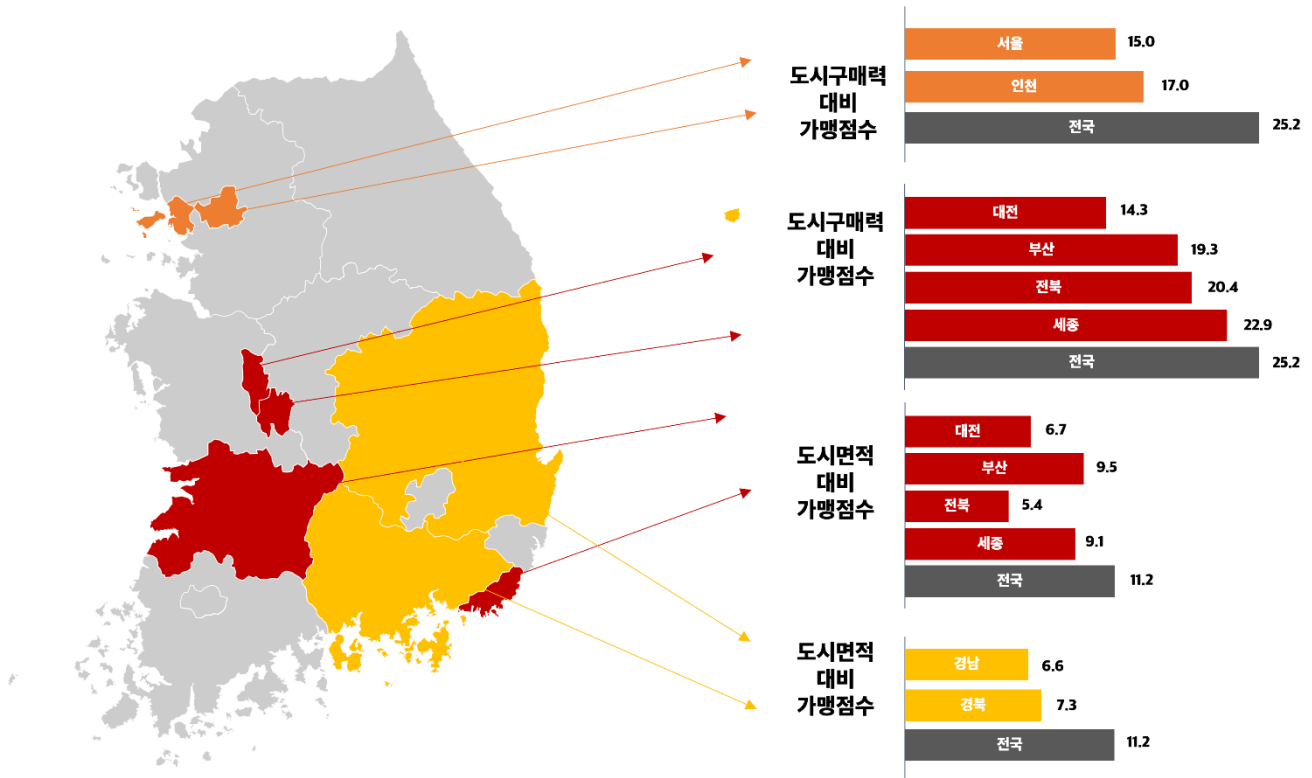
지역	가맹점수(A)	1인당 개인소득(B)	생산가능인구(C)	도시면적(D)	도시 구매력(BxC)	A÷(BxC)	A÷D
서울	252	24	6,969,435	605	167,691,576	15.0	41.7
경기	526	21	9,999,631	3,377	211,442,197	24.9	15.6
인천	74	20	2,166,718	530	43,620,367	17.0	14.0
강원	76	20	1,021,682	1,029	20,648,193	36.8	7.4
충남	90	20	1,536,087	908	30,738,637	29.3	9.9
충북	65	20	1,144,896	736	22,692,984	28.6	8.8
대전	33	21	1,079,062	496	23,039,053	14.3	6.7
경북	137	20	1,758,357	1,880	34,498,964	39.7	7.3
대구	159	20	1,692,414	799	33,995,520	46.8	19.9
울산	102	24	821,316	756	19,349,384	52.7	13.5
경남	133	20	2,318,983	2,009	45,350,032	29.3	6.6
부산	89	20	2,262,815	941	46,132,009	19.3	9.5
전남	86	20	1,122,970	1,718	22,575,066	38.1	5.0
광주	56	21	1,064,872	480	22,666,865	24.7	11.7
제주	31	20	482,057	231	9,603,057	32.3	13.4
세종	13	21	267,907	143	5,677,217	22.9	9.1
전북	48	20	1,177,668	886	23,580,446	20.4	5.4
전국	1,970	21	36,886,870	17,524	782,001,644	25.2	11.2

* A÷(BxC): 도시 구매력 대비 가맹점수

* 15-64세 인구의 생산가능인구 활용

* A÷D: 도시면적 대비 가맹점수

* 지역별로 전체면적 중 임야면적을 제외한 도시면적을 활용



출처: datakorea, KOSIS, SMIC 5팀

도시 구매력 = 1인당
소득 X 생산가능인구

먼저, 1인당 소득과 생산가능인구를 지역별로 정리하고, 두 값을 서로 곱해 '도시 구매력'이라는 새로운 지표를 만들었다. 이때, 전체 인구가 아닌 15-64세인 생산가능인구를 활용하여 스크린골프를 소비할 수 있는 연령대의 인구를 사용했다. 도시 구매력이 높은 지역일수록 소득 수준이 높고, 스크린골프를 소비하는 연령대의 인구가 많음을 나타낸다. 이에 따라 도시 구매력이 높은 지역에서 스크린골프에 대한 소비가 많을 수 있음을 추정할 수 있다. 이후, 가맹점수를 도시 구매력으로 나누어 '도시 구매력 대비 가맹점 수'라는 지표를 산정하였다.

사람들이 거주하는 도시면적이 넓을수록 스크린골프 출점이 유리하다. 이에 가맹점 수를 도시면적으로 나누어 '도시면적 대비 가맹점 수'이라는 지표도 산정하였다. 이때, 도시면적은 지역의 전체면적 중 스크린골프 매장이 개설될 수 없는 임야면적을 제외하여 사용했다.

도시 구매력 = 1인당
소득 X 생산가능인구

그리고 본 보고서에서는 '도시 구매력 대비 가맹점 수'와 '도시면적 대비 가맹점 수' 모두 전국 평균보다 낮은 곳을 스크린골프 매장의 추가 침투 여력이 충분한 곳이라고 판단했다. 해당지역은 '대전', '부산', '세종', '전북'이다. 해당 지역들을 비슷한 규모의 지역들과 비교해서 보면 신규 매장의 추가 침투여력 여부를 더욱 이해하기 쉽다. 대전과 광주의 도시 구매력과 도시면적은 상당히 유사한 반면, 대전은 가맹점 수가 광주의 59%에 불과하다. 특히, 부산은 대구에 비해 도시 구매력과 도시면적 모두 앞서지만 가맹점 수는 56%에 불과한 상황이다.

0.9%의 가맹점 폐업을
견조한 수요를 의미

동사의 전국 단위 가맹점 폐업률이 0.9%에 불과하다는 사실은 본 보고서의 해석에 힘을 실어준다. 특정 지역에서 극히 적은 수의 매장만 폐업한다는 것은 해당 지역에는 견고한 수요가 존재하며 꾸준히 수익을 낼 수 있음을 나타낸다. 그렇다면 해당 지역과 경제력, 인구, 면

적이 유사하지만 매장이 적게 존재하는 지역에서도 최소한 해당 지역과 비슷한 수요와 수익성을 기대할 수 있는 것이다. 따라서, 대전, 부산, 세종, 전북과 같은 지역에서 신규 매장이 출점할 여력이 남아있다고 판단하는 것은 합리적인 추정이라고 생각한다.

대전, 부산, 세종, 전북과 같이 두 지표 모두 전국 수준 대비 낮은 지역 이외에도 서울, 인천, 경남, 경북에서도 출점 여력이 충분하다고 판단했다. 이유는 다음과 같다.

서울, 인천: 도시 구매력 대비 적은 가맹점 수

서울과 인천의 경우, 도시면적 대비 가맹점 수는 전국 수준에 비해 높은 상황이지만 도시 구매력 대비 가맹점 수는 유난히 적다. 실제로, 서울과 인천에 위치한 동사의 가맹점 20곳에 전화하여 예약현황을 조사한 결과, 5월 6일 금요일 오후 9-10시 타임 기준으로 만석인 업체가 무려 10군데로 확인되었으며, 나머지 10군데 매장도 이용 중이지 않은 타석이 3개 이내였다. 특히 평균적 타석수인 7.8개보다 타석 수가 많은 매장에 대해서만 표본으로 선정하여 조사했던 만큼, 실제로는 추출된 표본으로 살펴본 것보다도 수요가 견조한 상황일 수 있다.

경남, 경북: 도시 면적 대비 적은 가맹점 수

경남과 경북은 서울과 인천의 경우와 반대로, 도시면적 대비 가맹점 수가 전국 수준 대비 유의미하게 적게 나타났다는 점에 주목해야 한다. 한국골프장경영협회에서 발표한 자료에 따르면, 2020년 경남과 경북 지역에서 18홀 기준 실외골프장의 평균 내장객이 가장 높다는 사실을 통해 영남 지역의 골프장 시설의 부족을 언급하기도 했다. 이용자의 거주지 근처에서 즐기는 스크린골프의 소비행태를 고려했을 때, 도시면적 대비 가맹점 수가 전국 수준과 차이가 큰 경남과 경북에서도 출점 여력이 충분히 존재한다고 파악된다.

그림 3-4. 서울과 인천 가맹점의 이용현황

매장명	이용 중	보유
GOLFZON PARK 도곡 콘제닉스	4	5
GOLFZON PARK 사당 지현골프	9	9
GOLFZON PARK 공릉 태릉스크린골	10	10
GOLFZON PARK 서초 그린필드점	6	8
GOLFZON PARK 논현 이븐스크린	4	5
GOLFZON PARK 송도 트리플스트리	8	8
GOLFZON PARK 구의 골프앤	5	7
GOLFZON PARK 여의도 캐슬플레이	12	12
GOLFZON PARK 계산 인천	6	8
GOLFZON PARK 동인천 대박	10	14

출처: SMIC 5팀

그림 3-5. 2020년 지역별 홀 당 평균 내장객 (단위: 만 명)

		강원	경남	경북	수도권	전라	제주	총칭
2020년	18홀	6.7	9.6	9.7	7.9	17.4	6.4	8.4
	27홀	8.7	14.5	15.9	11.8	12.0	7.7	-
	18홀 환산	5.8	9.7	10.6	7.8	8.0	5.1	-
	36홀	-	21.1	21.7	17.1	-	-	-
	18홀 환산	-	10.8	10.8	8.6	-	-	-
전체평균(18홀기준)		6.2	99.3	103.8	81.1	85.7	57.7	84.2

출처: 한국골프장경영협회, SMIC 5팀

부품 매입처 재고 증가 → 신규 매장 출점

동사의 시뮬레이터 부품 매입처 재고자산 항목을 통해서도, 단기적인 신규 매장 출점 여력이 충분함을 판단할 수 있다. 동사는 스크린골프 시뮬레이터 생산을 위해 프로젝터, PC, 플레이트, 센서, 스크린 등의 부품을 원재료로 매입한다. 사업보고서에 따른 동사의 주요 부품 매입처는 푸름엘엔티, 라인디지털, 뷰웍스, 칠성하이텍 등이 존재한다. 부품사의 경우, 고객사인 동사로부터 주문을 접수하고 생산하여 납품하는 방식으로 판매하고 있다. 따라서, 부품사의 재고 증가는 곧 동사의 미래 골프 시뮬레이터 생산을 가능하게 하는 지표로써 유용하다.

실제로, 주요 부품 매입처의 재고자산은 '20년 대비 '21년에 모두 증가한 것을 파악할 수 있었다. 비상장사 푸름엘엔티, 라인디지털, 칠성하이텍 등 주요 부품 매입처들의 재고자산이 증

가했는데 동사에 대한 매출의존도가 매우 높은 만큼 해당 재고들의 상당 부분이 가까운 미래에 동사의 생산으로 이어질 것이라 생각한다. 특히, 동사는 골프 시뮬레이터의 기술력을 결정하는 센서를 상장사 뷰웍스로부터 매입하고 있는데, 뷰웍스의 재고자산은 오래 기간 낮은 수준을 유지하고 있다가 '21년에 직전년도 대비 46% 대폭 증가하였다.

그림 3-6. 부품 매입처 재고자산 추이

(단위: 백 만원)

부품사	푸름엘엔티		라인디지털		뷰웍스		칠성하이텍	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
매출액	11,787	15,081	14,574	30,564	147,531	182,722	4,982	9,748
재고자산	154	179	863	1,586	46,684	68,102	2,619	3,035
재고자산 회전율	153.35	90.75	13.6	24.96	3.83	3.18	1816.77	3448.31
골프존 판매비중		87%		51%		14%		56%

출처: CRETOP, SMIC 5팀

지금까지 신규 가맹점 증가 여력을 살펴보았다. 지역별로 소득과 면적, 가맹점 수를 조합해 살펴본 결과 서울, 부산 등을 비롯해 여러 지역에서 가맹점 수가 증가할 여력은 충분한 것으로 판단된다. 이는 다수의 가맹점이 유휴 시간 없이 고객들로 붐비고 있는 상황과, 핵심 매입처 재고자산의 추이를 관찰한 결과와도 일관성을 가진다.

3.2. 가맹점 비율의 증가로 인한 평균 라운드 수수료 증가

투비전플러스

>>넘사벽>> 비전플러스

동사가 가맹점과 비가맹점에 판매하는 시스템의 종류는 다르다. 비가맹점에는 '비전플러스'를, 가맹점에는 '투비전플러스'를 판매하는데 두 모델에는 큰 차이가 있다. 투비전플러스는 센서가 천장과 측면에 위치해 기존 센서보다 스윙과 볼 궤도를 3배 이상 정교하게 측정한다. 또한, 듀얼 스윙플레이트 구조를 통해 실제 코스 지형과 유사한 다이내믹한 경사를 구현했다. 그리고 고난이도 플레이를 원하는 상급자를 위해 투어모드라는 새로운 게임 유형을 지원한다.

투비전플러스에 대한 소비자들의 선호는 압도적이다. 투비전플러스를 한 번이라도 이용한 고객은 하위모델 사용시의 역체감 때문에, 비가맹점을 이용하기 힘들어지고 더 높은 가격을 지불하더라도 가맹점을 찾게 된다. 특히 미세한 차이에도 스코어가 달라지는 골프의 특성상 정교함은 필수적이다. 투비전플러스의 정교함은 비전플러스와 비교 불가능할 정도로 우월하다.

그림 3-7. 투비전플러스 시스템



출처: 동사 홈페이지

그림 3-8. 비전플러스 대비 투비전플러스 차이점

비가맹점	가맹점
비전(비전플러스)	투비전플러스
1) TWOVISION 센서: 스윙 Top, Side에 센서가 위치하여 3배 더 정교한 측정 2) 듀얼스크린 + 듀얼 스윙플레이트: 실제 필드와 유사한 공간감 제공 3) 다양한 게임모드	

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

매출 기여도도 단가 높은 투비전플러스가 우월

투비전플러스가 사용되는 가맹점은 동사 매출에도 기여도가 더욱 크다. 투비전플러스의 판매 단가와 라운드 수수료가 모두 더 높기 때문이다. 동사의 창업지원팀에 문의한 결과, 가맹점의 시스템 판매단가는 대략 6,000만원, 비가맹점의 시스템 판매단가는 5,000만원인 것으로 파악됐다. 업그레이드된 모델인만큼 1,000만원 더 비싼 가격을 받고 있는 것이다. 또한, 소비자가 투비전플러스를 이용할 때마다 가맹점은 동사에게 라운드 수수료로 2,000원을 지불해야 한다. 반면, 비가맹점은 좀 더 저렴한 가격인 라운드 당 1,700원을 지불한다.

가맹점과 비가맹점 매출 구성에서도 관찰되는 가맹점의 중요성

더 높은 시스템 판매단가와 라운드 수수료는 동사의 매출 구성을 통해 여실히 드러난다. 2020년 기준, 가맹점으로부터 발생한 매출은 1,268억원이며 비가맹점으로부터 발생한 매출은 860억원이었다. 가맹점 매출이 비가맹점 매출 대비 47%가량 더 높았던 것이다. 반면, 가맹점 수는 1,423개로 비가맹점 수 5,411개보다 월등히 부족한 수였다. 즉, 가맹점 한 개가 창출한 매출은 8,915만원이었고, 비가맹점 한 개가 창출한 매출은 1,590만원이었다.

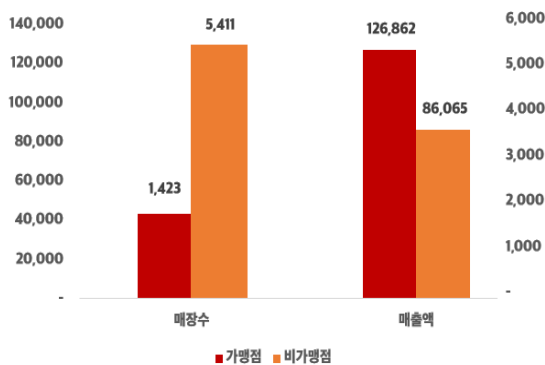
창업주 입장에서도 가맹점이 유리하다!

스크린골프 소비자와 동사 모두에게 가맹점이 주는 이점이 월등히 많아 보인다. 그렇다면 스크린골프 매장을 운영하는 창업주 입장에서는 가맹점과 비가맹점 중 어떤 선택이 유리할까? 답은 가맹점이다. 가맹점과 비가맹점이 소비자에게 부과하는 라운드 이용료 간 차이가 본사에게 지불하는 수수료 차이를 초과하기 때문이다.

가맹점 창업시 비교적 빠르게 손익분기점 도달!

저녁시간 18홀 기준 가맹점 라운드 이용료는 27,000원이고 비가맹점은 26,000원이었다. 가맹점을 기준으로 라운드당 1,000원의 차이가 있지만 본사에 지불하는 수수료의 차이는 약 300원에 불과하다. 결국, 더 비싼 이용료와 소비자들의 가맹점 선호로 인해 가맹점주는 창업 시점에서의 초기 비용 차이를 충분히 극복할 수 있게 된다. 즉, 창업비용은 가맹점이 높지만 손익분기점 도달시기가 비가맹점보다 빨라 창업주 역시 가맹점을 오픈하는 선택이 유리하다.

그림 3-9. '20년 매장 및 매출액 구성 (단위:백만 원)



출처: 사업보고서, 동사 매체제안서, SMIC 5팀

그림 3-10. 가맹점과 비가맹점 창업비용

항목	가맹점 창업비용			비가맹점 창업비용		
	단가	수량	공급가	단가	수량	공급가
최초 가맹금	1,500	1	1,500	-	-	-
시스템 구매	6,000	5	30,000	5,000	5	25,000
인테리어	140	100	14,000	140	100	14,000
간판	200	1	200	200	1	200
골프용품	240	5	1,200	240	5	1,200
합계			46,900			40,400
=(A-B)*C			(27000-2000) * 1876000			(26000-1700) * 1662551

*A: 이용료 / B: 수수료 / C: 라운드수

* 가맹점의 라운드수 187만 도달시기가 비가맹점의 라운드수 166만 도달시기보다 빠름

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

가맹점 출점 = 모두가 Win-Win

이처럼 가맹점 출점은 스크린골프의 소비자, 창업주, 그리고 동사까지 모두가 혜택을 받는 구조이다. 과거에는 스크린골프의 인기가 현재만큼 높지 않아 가맹점 출점의 초기 비용을 회수하는 기간이 오래 걸렸다. 따라서, 가맹점 출점은 투자 관점에서 위험을 수반하는 선택이었고, 이에 비가맹점 위주로 스크린골프 매장이 확대되었다. 하지만 현재 스크린골프 시장은 다르다. 탄탄한 수요가 뒷받침해주고 있으며 가맹점의 손익분기점 달성시기가 점점 빨라지고 있다.

**가맹점 비율 증가는 필연
→ 동사의 질적 성장!**

현재 동사의 스크린골프 시스템을 사용하는 매장은 비가맹점이 가맹점보다 많다. 이미 비가맹점으로 오픈한 매장은 투비전플러스의 인기를 누리고, 더 높은 이용가격을 부과하기 위해 가맹 전환이 이루어지고 있다. 또한, 신규 창업주 입장에서도 가맹점을 선택할 유인이 높은 상황이다. 따라서, 동사의 전체 매장 중 가맹점이 차지하는 비중이 점차 높아질 것이며, 이에 따라 동사의 ASP가 증가하여 앞서 설명한 양적 성장에 더해 질적 성장을 이끌 것이다.

Point 2. 미래를 책임질 GDR을 G | D | R | !

본 단락에서는 기존 사업과 함께 동사의 미래를 책임질 GDR 사업에 대해서 설명할 것이다. GDR 사업은 잠재되어 있던 '레벨 업'에 대한 니즈를 충족시키며 새로운 시장을 열 것이고, 동사의 지속적인 성장을 뒷받침하는 강력한 파이프라인이 될 것이다.

3.3. 요즘 다들 GDR에 G | D | R | ?

**GDR : 연습을 위한
기능에 특화!**

GDR은 Golfzon Driving Range의 약자로, 골프 연습에 특화된 시뮬레이터이다. 기존의 투비전플러스 등은 센서를 천장에 설치해 볼의 센싱 범위를 넓게 만들고 게임의 재미를 살리는 데에 중점을 뒀다. 반면 GDR은 센서를 타석 바닥에 설치해 센싱 범위가 줄어드는 대신 볼과 센서 사이의 거리가 감소하여 샷 정보 등을 실제 구질에 최대한 가깝게 구현 및 측정하는 데에 중점을 두고 있다.

**직영 GDR 아카데미
= 시스템 판매
+ 회원권 수익**

동사는 이러한 GDR 시스템을 베이스로, 본사 직영 매장인 '골프존 GDR 아카데미' 운영을 확대하고 있다. 2018년부터 동사는 직영 GDR 아카데미의 운영을 본격화하기 시작했으며, 직영 매장을 확대하면서 시스템을 판매하고 회원권 등록을 받아 수익을 인식하고 있어 현재는 가맹점의 수익 구조와 비슷하게 시스템 판매 수익에 더해 회원권 수익이 누적적으로 발생하는 수익 구조를 가지고 있다.

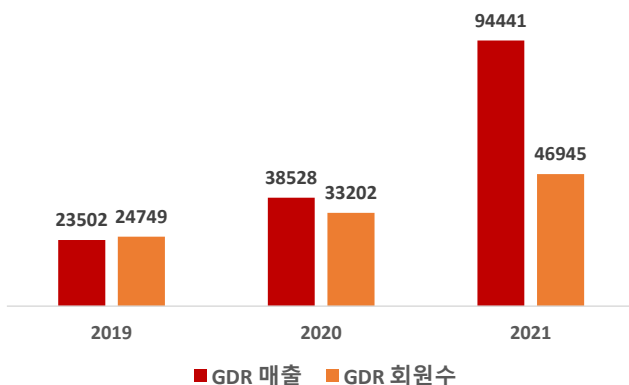
**정확한 모니터링과
프로 선수들의 레슨!
→ 빠른 턴어라운드**

정교한 샷 정보가 제공되어 효율적인 연습과 모니터링이 가능하다는 장점에 더해, GDR 아카데미에서 영입한 프로 골프 선수들에게 개인 최적화 레슨을 받을 수 있다는 장점은 동사의 GDR 사업부의 빠른 성장과 턴어라운드를 가능하게 했다. 기존에 적자였던 만큼, GDR 사업부의 성장은 향후 동사의 수익성 개선에 크게 기여할 것이다.

그림 3-11. GDR 매출과 회원 수

(단위: 백만 원, 명)

그림 3-12. GDR 아카데미



출처: 동사 IR BOOK, SMIC 5팀

출처: 동사 홈페이지

3.4. 독보적 기술로 연습 수요를 흡수!

그렇다면 GDR 사업의 급격한 성장의 함의는 무엇일까? 이를 해석하기 위해선 GDR의 시장 내 포지셔닝과 GDR이 어떤 니즈를 충족시키는 사업인지에 주목할 필요가 있다. 특히 최근 골프가 대중적인 스포츠로 자리잡고 외연이 확장되면서 많은 신규 유입이 있었는데, 이들이 어떤 니즈를 가지고 있을지를 생각해보면 GDR의 급성장의 의미를 가늠할 수 있을 것이다.

최종 무대인 필드에
나가기 위한
징검다리가 필요!

먼저, 사람들이 스크린골프를 치는 이유를 생각해보자. 최근에는 스크린골프, 특히 동사의 투비전플러스의 비약적인 기술 발전으로 스크린골프의 오락성이 높아져 필드 골프와는 별도의 새로운 장르를 형성한 바 있다. 그러나 이와는 별개로 특히 최종적으로는 필드에 나갈 수 있는 실력을 만들기 위한 '실력 향상'에 대한 니즈가 혼재되어 있을 것이다. 특히 비교적 최근에 골프에 입문해 필드에 나가는 것 자체가 어려운 '골린이'라면 연습에 대한 니즈가 더욱 클 것이다. 즉, 확실한 실력 상승을 위한 징검다리가 필요했던 것이다.

연습 수요 존재 But..
인프라가 부족

그러나 GDR 아카데미 이전에는 이들이 가지고 있는 체계적인 '레벨 업'에 대한 니즈를 충족시켜줄 인프라가 부족한 상황이었다. GDR의 출시 이전에는 연습을 위한 선택지로는 전통적인 비스크린 실내 연습장 혹은 인도어 골프 연습장에 나가서 연습을 하는 것이 대다수였는데, 연습의 측면에서 GDR은 이들과 비교를 불허한다. 출시 이후 GDR의 매우 빠른 성장과 GDR 아카데미의 폭주하는 예약은 이들의 연습 수요가 실제로 충족되지 못한 상태였음을 보여준다.

그림 3-13. 구식 실내 연습장



출처: 김캐디

그림 3-14. 인도어 연습장



출처: 김캐디

구식 벽치기 연습장
: 열악한 환경

특히 초보자에게는 볼이 제대로 맞았는지, 어떤 궤적을 그리며 날아가는지 구질을 모니터링하는 것이 중요한데, 벽치기라고도 불리는 비스크린 실내 연습장의 경우에는 이러한 모니터링이 어려워 스크린 연습장에 비하여 연습 환경이 열악하다. 벽치기 연습장의 경우 스크린골프가 대중화되면서 이용할 유인이 감소하고 있다고 볼 수 있다.

인도어 연습장
: 실제 타격감,
모니터링엔 한계

벽치기를 제외하면 현재 실력 상승을 위한 연습과 레슨 등의 수요는 크게 인도어 레슨과 GDR을 비롯한 스크린 레슨으로 양분된 것으로 파악된다. 인도어의 경우 GDR에 비해서는 실제 필드와 유사하다는 장점이 있다. 그러나 날씨의 제약이 있다는 점과 상대적으로 비싼 가격이 큰 단점이다. 또한 날아가는 볼의 궤적을 자세히 관찰할 수 있을 것 같지만, 센서의 보조 없이 볼의 타점과 구질을 정확하게 모니터링하는 것도 인도어로는 한계가 있다.

GDR은 센서 데이터를 통해 정확한 피드백, 모니터링이 가능!

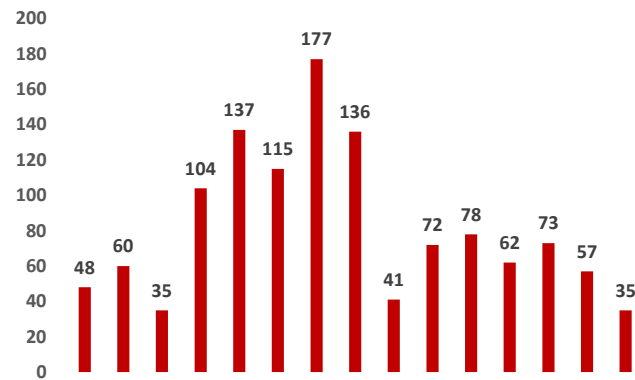
이러한 측면에서 GDR은 다른 선택지들에 비해 여러 특징점을 지닌다. 먼저 **모니터링과 피드백 측면에서 GDR은 차별적 경쟁력을 가진다.** 물론 인도어에서도 프로 선수에게 레슨을 받으며 피드백을 받는 것은 가능하다. 그러나 GDR을 이용하면 센서와 촬영 기기를 통해 기록된 영상과 샷 기록을 이용해 프로 선수의 피드백을 받을 수 있으므로, 질적인 차이가 크다. 골프를 비롯한 여러 스포츠에서 실력 발전에 가장 장애가 되는 요소가 인지하지 못하는 사이 형성되는 사소한 습관이나 잘못된 자세라는 점에서, **자신의 자세를 정확히 관찰하고 수정할 수 있는 GDR은 실력 상승을 원하는 수요자에게 독보적인 경쟁력을 지닌다.**

그림 3-15. GDR 분석 서비스 제공 항목



출처: 동사 홈페이지

그림 3-16. 골프연습장 폐업 건수 ('20년 1월-'21년 3월)



출처: 행정안전부, SMIC 5팀

GDR은 센서 데이터를 통해 정확한 피드백, 모니터링이 가능!

또한 GDR은 실내에 위치해 **날씨에 구애받지 않고**, 인도어와 같이 설치에 넓은 공간을 필요로 하지 않으므로 **보편적으로 입지도 뛰어나다.** 심지어 인도어에 비하여 **저렴하기까지** 하므로, GDR은 확실한 차별성을 지니고 있다. 코로나 19 이전에는 연평균 500개 정도가 폐업되던 골프연습장이 2020년에는 1000개가 폐업될 정도로, 코로나 19로 인해 많은 비 스크린골프연습장들이 타격을 받은 상황이다. 이러한 기회의 상황에서, GDR의 경쟁력은 기존의 연습을 위한 다른 옵션들을 대체하면서 침투율을 더욱 빠르게 높여갈 것이다.

3.5. GDR, 이거 진짜 상징적이네

이렇듯 GDR은 기존 시장에서 완전히 **충족되지 않고 있던 잠재적인 연습 수요를 끌어내고, 기존 사업부를 침식하지 않으면서 꾸준한 성장을 이뤄나갈 것이다.** GDR은 단순히 성장하는 새로운 파이프라인이라는 점 이외에도, 동사에게 남다른 의미를 가진다.

향후 P 인상이 상대적으로 용이할 GDR!

먼저, GDR 아카데미는 운영 측면에서 동사의 **직영점이기 때문에 본사의 통제력이 강하다**는 장점이 있다. 동사는 기존 스크린골프 사업부에서 수취하는 라운드당 수수료의 경우 점주들의 가격 저항을 우려해 단가 인상을 유보해왔는데, GDR 아카데미의 경우 회원권 가격을 단기간에 3차례 인상한 바 있다. 이는 **직영점에서 동사의 가격 통제력이 더욱 강함**을 의미한다. 또한 단순히 즐기는 목적인 기존 스크린골프와 달리 GDR은 필드에 나가기 위한 **연습의 성격이 훨씬 강해 소비자들이 가격에 대해 더욱 비탄력적으로 반응**한다는 것을 한다. 이에 따라, GDR 아카데미가 **성장할수록 수익성에도 더욱 기여할 수 있을 것으로** 예상된다.

**이어달릴 주자 걱정은
접어주세요!**

마지막으로, GDR 성장이 동사에게 어떤 의미를 가지는지, 투자의 측면에서 생각해볼 필요가 있다. 앞서 밝힌 바와 같이, 동사의 수익 구조가 스크린골프 사업부에 편중되어 있다는 사실에 대해 **성장의 지속가능성 측면에서 시장의 우려가 다소 목격된다. GDR의 성장은 후술할 해외 사업의 성장과 함께, 이러한 우려를 불식시킬 것이다.**

**GDR의 의미 :
걱정을 덜어드려요 !**

또한 스크린골프가 필드 골프의 대체재이기 때문에 리오프닝으로 인한 직접적인 피해를 받을 수 있다는 우려 역시, 사실 여부와 관계없이 존재한다. 그러나 GDR은 이용 행태가 연습 목적이 대부분이라는 점에서 **필드 골프와 보완재적 관계를 가지므로, 필드 골프의 완전한 재개와 함께 수요가 더욱 성장할 것이다. 따라서 GDR의 성장은 이러한 우려 역시 불식시키고, 동사의 끊임없는 성장성에 대한 확신을 강화할 것이다.**

Point 3. 골프존, Go Global !

그림 3-17. 동사의 글로벌 진출 현황 요약 (청색 : 해외 법인이 설립된 국가, 적색 : 동사의 시스템이 설치된 국가)



출처: SMIC 5팀

**국내에서의 입지를
바탕으로 해외로 뻗
어나갈 동사**

동사는 앞서 언급한 우수한 경쟁력을 앞세워 국내 최고의 스크린골프 기업으로 거듭났다. 동사는 국내에서의 독점적인 입지에서 만족하지 않고 해외로 나가 **글로벌 스크린골프 시장에서 Key Player**로서 활약하고 있다. 그 결과 '21년 해외 매출액이 '17년도에 비해 약 4배로 증가하면서 '21년 기준으로 해외 매출이 총매출의 15%를 차지하게 되었다. 이번 단락에서는 앞서 살펴본 경쟁력을 바탕으로 동사가 **향후 해외 침투를 성공적으로 해낼 것을 설명할 것이다.**

**국가별 최적화 전략
을 해외 공략!**

동사는 위의 [그림3-17]과 같이 중국, 일본, 미국, 베트남 4개 국가에 해외 법인을 설립했으며 60여개 국가에서 900개 이상의 매장에 시스템을 공급하고 있다. 스크린골프가 국내만큼 대중화되지 않은 글로벌 무대에서, 동사는 **국가별로 최적화된 스크린골프 시스템 및 골프 문화를 보급하는 데에 주력하고 있다. 이후 내용에서는 각 국가에서의 전략을 분석할 것이다.**

3.6. 중국 시장을 효과적으로 공략할 골프존!

**중국 골프 붐과
함께하는 동사**

10년대 후반까지 중국에서의 골프에 대한 인식은 한국 90년대 후반까지의 골프에 대한 인식과 비슷했다. 그 당시의 골프는 빈부격차의 산물과 부유층의 스포츠였다. 그러나 현지의 빠른

경제성장률과 리하오통, 평상산 등의 중국 대표 골프선수들의 국제 대회에서의 활약으로 전 국민적인 인기를 끌게 됐다. 그에 더해 정부의 경지점용 제한정책 실시로 야외 골프장 건설이 증진되며 스크린골프로의 골퍼들의 유입이 늘어났다. 그 트렌드에 따라 중국 법인의 매출은 아래의 [그림 3-19]처럼 타 국가들과 비교하여도 유의미하게 빠른 속도로 성장하고 있다.

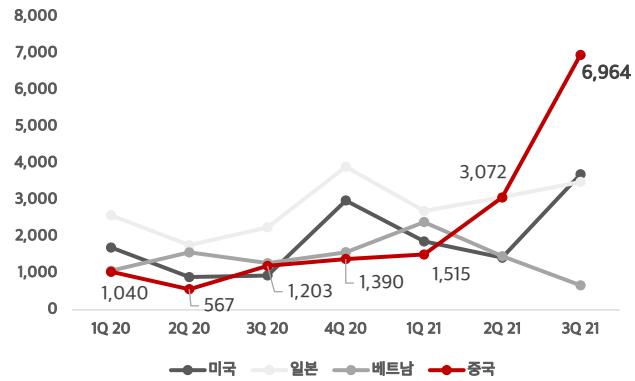
그림 3-18. 중국 대표 골프 선수 리하오통



출처: 언론 보도

그림 3-19. 주요 국가별 매출 추이

(단위: 백만 원)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

현지화전략 + 골프 붐 = 중국 시장 점령

동사는 2011년에 처음 중국에 진출했으나 골프에 대한 부정적 인식, 사드와 중국 내의 규제와 같은 요소들로 인해 고초를 겪은 바 있다. 그 결과 '21년에는 상하이, 칭따오 법인을 청산하기도 했다. 그럼에도 불구하고 최근 동사는 **현지화 전략과 중국의 골프붐의 콜라보로 꾸준한 성장을 이뤄왔으며, 앞으로는 지금까지와 비교되지 않는 가파른 성장세를 보여줄 것이다.**

JV 설립 이후 현지 니즈 타겟팅!

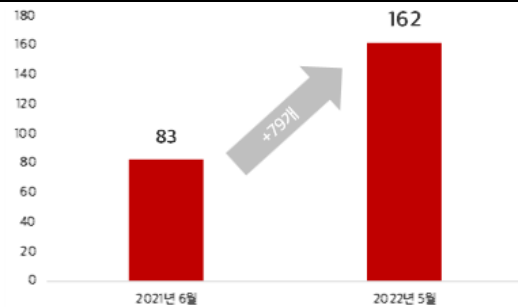
동사는 '19년 선전에 직영매장을 설립, '20년 현지 사업가와 JV로 홍콩 법인을 설립하며 공격적으로 중국에 투자하기 시작했다. **JV 설립 이후에는 현지 골퍼들의 니즈를 정확히 타겟팅하는 현지화 전략을 펼쳐나갔으며, 아직까지는 상류층 스포츠로 인식되는 골프의 이미지에 맞게 직영점에서 고급스러운 분위기를 주기 위해 노력하였다.** 그 결과, 동사의 매장은 중국내 경쟁사에 비하여 미관 측면에서 큰 경쟁력을 확보해 더 많은 골퍼들을 유입시킬 수 있었다.

그림 3-20. 중국내 직영 매장 시설



출처: 언론 보도

그림 3-21. '21년-'22년 중국 매장 증가 추이



출처: 언론 보도, SMIC 5팀

플래그십 매장, 폭발적 시뮬레이터 설치

이에 더해 '21년에는 베이징에 플래그십 매장을 직영으로 운영하기 시작했으며, '21년 6월에는 1년 동안 100개의 매장에 시뮬레이터를 설치하겠다는 포부를 밝히기도 했다. 플래그십 매장은 폭발적인 인기를 끌었고, **현재까지 79개 매장에 시뮬레이터를 추가 설치했다.** '22년에도 상하이에 플래그십 매장을 추가 설립할 예정이므로, 앞으로의 성장도 기대해볼 수 있을 것이다.

사회적 통제 완화
→ **폭발적 매출 상승**

사실 '21년 하반기부터 '22년 상반기는 동사에게 굉장히 암울할 수 있는 시기였다. **동계 올림픽과 상하이 봉쇄로 인한 과도한 사회적 통제**로 현지 골퍼들의 매장을 찾는 발길이 뜸해졌기 때문이다. 그러나 이렇게 어려운 시기에도 매장 수를 2배 가까이 늘린 동사의 역량은 **사회적 통제가 완화되었을 때 더욱 폭발적인 성장을 기대하게 만드는 요소**이다.

수수료 수취 가능
→ **엄청난 포텐셜 !**

추가적으로 중국에서의 매출은 대부분 시스템 판매를 통해 발생한다. 그러나 동사 IR에 따르면 중국에 도입하는 직영점에서는 국내처럼 **라운드 수수료를 받는 구조로의 변화를 시도**한다고 한다. 동사의 시스템이 중국 내에서 점점 인기를 얻고 있는 추세로 보아, 후에 **중국내의 직영점에서 안정적인 라운드 수수료 수취가 가능**해진다면 엄청난 규모의 파이프라인의 추가로 성장의 지속가능성에 대한 우려를 적극적으로 해소하는 계기가 될 것이다.

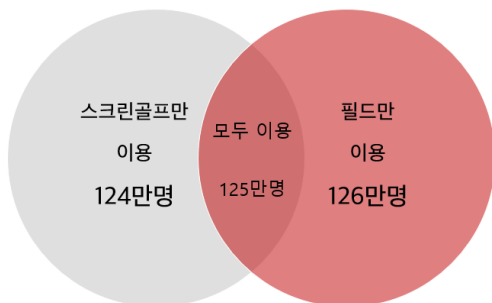
3.8. 미국 : 세계 최대 스크린골프 시장은 우리 차지!

미국은 동사가 해외 법인을 보유하고 있는 국가 중에서 **가장 스크린골프가 대중화되어 있는 국가**이다. '21년 기준 전세계 6660만명 골프 인구 중에서 2500만명이 미국에 거주하는 만큼, 시장의 규모도 크고 스크린골프장을 이용하는 인구의 비중 역시 굉장히 높다.

현실감 + 정확함
→ **본격적인 시장 개화**

넓은 필드가 많아 라운드비가 저렴한 미국의 특성상, 골프는 실외 스포츠라는 인식이 다른 국가들에 비해서도 지배적이었다. 그랬던 **미국에서, 동사의 진출로 스크린골프에 대한 수요가 증가**하기 시작했다. 생소했던 골프 시뮬레이터의 바닥부가 지형에 맞춰 움직이며 **현실감을 주고 정확한 시뮬레이션을 구현하는 모습**을 보이자, 라운딩보다 시공간적인 제약이 적은 스크린골프로 많은 골퍼들이 유입됐다.

그림 3-22. 미국 골프, 스크린골프 이용 인구



출처: 언론 자료, SMIC 5팀

그림 3-23. 코네티컷 Z-STRICt 매장



출처: Z-STRICt 홈페이지, SMIC 5팀

Z-STRICt 완벽한 현지화, 본격적인 침투의 시작

동사는 '16년 8월 미국에 법인 골프존아메리카를 설립한 후 **스크린골프를 본격적으로 대중화하며 이름을 알렸다**. 브랜드 가치를 인정받은 동사는 '19년부터 공격적으로 미국에서 사업을 확장할 수 있었고, 향후 더욱 활발한 투자를 계획하고 있다. '19년 코네티컷에 처음 설립된 Z-STRICt 매장은 북미에서 처음 시도한 형태의 매장으로, **가족 단위의 고객과 친목 모임을 목적으로 하는 고객들을 집중 공략하기 위해 대규모 룸과 다양한 서비스를 제공한다**.

이처럼 동사는 **현지 골퍼들의 니즈에 맞춤으로써 동사는 완벽한 현지화에 성공**했다. 이후에는 세계 최대의 골프 코스 운영사인 트론과 MOU를 체결하여 **사업을 본격적으로 확장할 계획**이다. 그 시작으로 22년 뉴욕에 3개의 Z-STRICt 매장이 추가적으로 오픈할 예정이다.

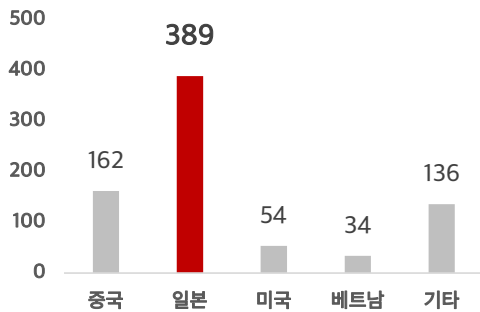
추가적으로 골프존아메리카는 202억 원 규모의 현지 사업 역량을 강화하고 현지형 사업 모델을 적극적으로 발굴하기 위해 최근 유상증자에 참여했다. 이에 더해 플로리다에 미국 최초의 첨단 실내 골프시설 Golfzon Leadbetter Academies를 개장하고 GDR 시스템을 20개 이상 설치해 미국 내의 연습 수요를 흡수할 계획이다. 이처럼 동사는 Z-STRICT부터 Golfzon Leadbetter Academies에 GDR 설치까지 미국 현지에 최적화된 전략을 세우고 있다. 이러한 전략과 거대한 미국의 스크린골프 시장의 만남은 동사의 미래 성장에 크게 기여할 것이다.

3.9. 해외진출의 원년이 되었던 일본 진출

가장 많은 매장이 위치한 일본

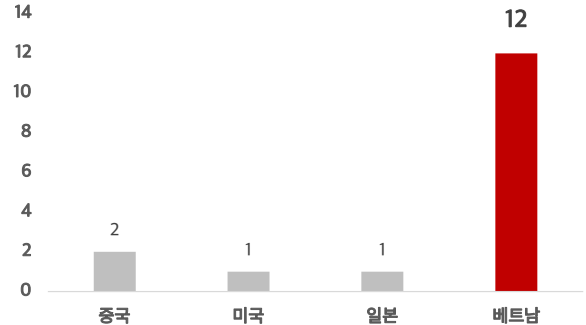
동사의 해외 진출은 2009년 일본 법인 설립을 기점으로 시작되었다. 이는 일본의 당시 골프 시장 환경이 국내와 가장 비슷하여 1차적인 해외 공략 기지로 정해졌다. 가장 선제적으로 진출한 지역인만큼, 다른 국가들에 비해서 가장 많은 매장에 동사의 시스템이 설치되어 있다.

그림 3-24. 글로벌 매장 분포 현황



출처: SMIC 5팀

그림 3-25. 글로벌 직영점 분포 현황



출처: SMIC 5팀

여행객 이용 수요가 많은 일본 시장! 안정적 성장을 기대!

일본의 시장 환경은 앞서 설명한 중국이나 미국에 비해서는 극적인 성장이 관찰되지 않는 정적인 상황이다. 다른 국가들처럼 큰 업사이드를 기대하기는 힘들 것이다. 그러나 동사에 따르면, 일본 매장에 대해서는 한국인들이 일본으로 여행을 가서 동사의 매장을 이용하는 수요가 상당히 크다. 해외의 여러 지역들 중에서 가장 많은 시스템이 기설치된 지역이고, 코로나 19 이전 '19년을 기준으로 한국인 출국자의 20%의 목적지가 일본인만큼, 포스트 팬데믹 시기에는 안정적인 실적의 성장을 기대할 수 있을 것이다.

3.10. 신흥 강자 베트남

베트남 골프 시장 : 급성장하는 초기 시장!

추가적으로 '18년 동사는 5년 안에 90개 이상의 직영점을 설립하겠다는 포부를 갖고 베트남 시장에 뛰어 들었다. 법인 설립 당시의 베트남 골프 시장은 인구가 만 명에 불과한 소규모의 초기 시장이었으나, 막 개화한 시장인 만큼 앞으로의 성장이 굉장히 기대되는 시장이기 때문이다. 동사는 효과적인 진출을 위해서 전국에 직영점을 설치하는 전략을 사용하려 하고 있다.

POST COVID 19, 가파른 성장을 기대!

그러나 코로나 19 확산 이후 동사의 계획에 차질이 생기며 현재까지도 베트남에는 12개의 직영점 밖에 존재하지 않는다. 인테리어 공사 속도 감소, 현지 출점 속도 감소 등으로 인해서 직영점 운영에 차질이 생긴 것이다. 하지만 베트남은 최근 4월 23일부터 고강도 사회적 거리두기를 해제하고, 5월 첫 주에 282일 만에 제로 코로나를 달성하는 등 코로나 19로부터 점차 자유로워지는 모습을 보이고 있다. 코로나 19로 인해 초기 설정 목표 달성 시점이 늦어졌으나, 이후 다수의 직영점 설치로 베트남 시장을 공략하는 데에는 전혀 무리가 없을 것으로 보인다.

3.11. 지속적 성장의 원동력이 될 해외 진출!

해외 매출의 비중을 계속 해서 늘려나갈 동사 이번 단락의 논의를 정리하면, 동사는 해외법인 설립을 통해 해외 진출을 성공적으로 진행해 왔으며, 규모가 큰 해외 시장 침투를 가속화하며 해외 매출의 비중을 높여나갈 것이다. 중국의 경우 급격한 골프의 인기와 동사의 폭발적인 매장 수 증가, 공격적인 직영점 운영이 만나 가파른 성장을 보일 수 있을 것이다. 그에 더해 거대한 스크린골프 시장, 미국에서 현지 골퍼들의 니즈를 정확히 충족시키는 전략을 통해 미래의 성장에 크게 기여할 것이다. 일본과 베트남에서도 많은 매장 수와 직영점 수를 바탕으로 향후 사회적 거리두기에 대한 분위기가 완화되었을 때 안정적 실적 개선을 이끌어 낼 수 있을 것이다.

해외 진출을 통해 글로벌 기업으로 평가받을 동사 결론적으로 해외 매출의 본격적인 성장은 동사가 지금까지 국내에서 보인 성장세보다 큰 성장을 실현 가능하도록 하는 동력이 되어줄 것이다. 국내 스크린골프 시장보다 훨씬 큰 시장에서 동사의 활약은 동사의 미래를 중장기적으로 담보할 것이며 더 나아가서는 동사의 글로벌 기업으로서의 성격을 강화하며 시장에서 더 높은 평가를 받을 수 있는 발판을 마련할 것이다.

매출추정

4.1. 가맹 매출 추정

가맹 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
총 매출	57,201	94,357	126,862	175,342	277,692	319,088
시스템 판매		49,784	71,214	103,046	181,408	199,934
라운드 매출		40,595	51,650	66,929	88,546	111,348
최초 가맹금		3,978	3,998	5,367	7,739	7,806
시스템 Mixed ASP		24	34	37	45	49

ㄱ. 시스템 매출 = (a)가맹점 당 평균 시스템 수 x (b)Mixed ASP x (c)가맹점 출점 수

(a) 가맹점 당 평균 시스템 수는 신뢰수준 95%로 지역별 표본을 추출하여, 약 90여 개의 가맹점을 임의로 선정한 후 시스템 수 평균값(7.8대)을 산출하였다.

(b) Mixed ASP의 경우 기설치 시스템의 업데이트(1,500만 원)와 신규판매(6,000만 원)의 단가 차이로 연도별로 상이함을 확인하였다. 합리적 추정을 위해 과거 가맹 매출 총액에서 라운드 및 최초 가맹금 매출을 가감하여 연도별 시스템 판매 매출을 역산한 후 (출점 수 x 가맹점 당 시스템 수)로 나누어 계산하였다. 이를 다시 연도별 전체 가맹판매 대수와 연동, 방정식을 세워 믹스를 구해주었다.

(c) '신규판매 대수'의 일정한 증분값(약 500)을 관찰하여 400의 증분값을 보수적으로 적용해주었고, 이에 도출된 믹스로 다시 향후 Mixed ASP를 역산하였다. Mixed ASP가 점진적으로 증가하는 것은 '16년 'Twovision', '18년 'Twovision Plus'의 출시효과로 초기에 업데이트 수요가 치중되었던 것에 기인한다.

(d) 가맹점 출점 수의 경우, 사측에서 제시하는 연도별 가맹점 수에 평균 폐점률 0.9%를 전기에 적용해주어 연도별 출점 수를 산출, 증가 속도를 반영하여 연 500곳의 증가를 가정하였다. 이는 1Q22 136곳의 증가수를 연율화한 값을 하회하고, '22년 4월까지의 증가수를 연율화한 값인 573곳을 더 크게 하회하여 무리한 추정치가 아니라고 판단되었다.

Mixed ASP 역산 (P)					가맹점 출점 수 (Q)							
(단위: 개)	2019	2020	2021	2022E	2023E	(단위: 개)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
가맹판매 대수	2,068	2,079	2,791	4,024	4,059	가맹점 수	910	1,167	1,423	1,768	2,268	2,768
신규판매 대수	1,106	1,583	2,290	2,690	3,090	점포 증가 수		257	256	345	500	500
업그레이드 대수	962	496	501	1,334	969	예상 폐점 수		8	11	13	16	20
Mixed ASP (백만 원)	24	34	37	45	49	출점 수		265	267	358	516	520

ㄴ. 라운드 매출 = (d)가맹 라운드 수수료 x (e)가맹점 라운드 수

(e) IR 문의 결과, 가맹점과 비가맹점에 판매되는 시스템과 소프트웨어의 성능 차이로 **라운드당 수취 금액**이 다른 것을 확인하였다. 조사 결과 약 15%의 차이가 발생하는 것으로 파악되어 가맹점 2,000원, 비가맹점 1,700원으로 산정해주었다. 시장에 알려진 가중평균 라운드 수수료가 약 2,000원임을 감안하면 이는 보수적인 추정치다.

(f) **가맹점 라운드 수**는 사측 제시 연도별 가맹점 수를 통해 누적 가맹점 시스템 수를 구해, 사측 제시 전체 시스템 수 대비 비율로 전체 라운드 수에 연동하였다. 또한, 라운드 수에 시스템 수를 나누어 연도별 시스템 당 라운드 수를 구하였는데, 매년 지속적인 증가 추세에 있음을 확인하여 보수적인 추정을 위해 최저값인 '19년의 증분값을 일괄적으로 적용해 추정하였다.

가맹·비가맹 점포 수 및 시스템 수						
(단위: 개)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
가맹점 수	910	1,167	1,423	1,768	2,268	2,768
가맹점 시스템 수	7,098	9,103	11,099	13,790	17,690	21,590
비가맹 시스템 수	18,902	17,356	16,889	17,430	17,716	18,005
전체 시스템 수	26,000	26,459	27,988	31,220	35,406	39,596
가맹점 시스템 비중	27%	34%	40%	44%	50%	55%

라운드 수							시스템 당 라운드 수						
(단위: 백만 회)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	(단위: 회)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
전체 라운드 수	56	59	65	76	89	102	시스템 당 라운드	2,154	2,230	2,327	2,427	2,503	2,579
가맹 라운드 수	15	20	26	33	44	56	+ YoY(회)		76	97	100	76	76
비가맹 라운드 수	41	39	39	42	44	46							

ㄷ. 최초 가맹금

창업자로 가장하여 조사한 결과, 최초 창업 시 창업주 측은 동사에게 1,500만 원의 가맹금을 지급하게 된다. 이를 ㄱ.에 제시된 출점수에 연동하여 추정하였다.

4.2. 비가맹 매출 추정

비가맹 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
총 매출	85,302	79,520	86,065	81,808	89,669	93,419
시스템 판매		13,726	19,264	9,905	14,298	14,489
라운드 매출		65,794	66,801	71,902	75,371	78,930

ㄹ. 시스템 판매 = 비가맹 시스템 수 x 단가

비가맹 시스템 수의 경우, 사측 제시 전체 시스템 수에서 상기 ㄴ. 에서 산정한 가맹점 시스템 수를 가감하여 과거 값을 파악하였고, 예상 비가맹판매 대수를 가산하여 추정하였다. 계절적·추세적 패턴이 존재하지 않아 합리적 추정이 불가능하여 3개년 치 이동평

균값을 사용하였다. 단가의 경우, 비가맹점에 설치되는 'Vision' 및 'Vision Plus' 시스템은 5,000만 원 수준으로 조사되어 일괄적으로 적용해주었다.

시스템 판매대수					
(단위: 개)	2019	2020	2021	2022E	2023E
가맹 판매 대수	2,068	2,079	2,791	4,024	4,059
비가맹판매 대수	275	385	198	286	290
총 판매대수	2343	2464	2989	4,310	4,349

□. 라운드 매출 = (f)비가맹 라운드 수수료 x (g)비가맹점 라운드 수

(g) 비가맹 라운드 수수료는 상기 (d)에 상술한 대로 약 1,700원을 적용해주었다.

(h) 비가맹점 라운드 수의 경우, ㄹ.에서 추정된 비가맹 시스템 수에 시스템 당 라운드 수를 곱하여 산정하였다. 가맹·비가맹의 시스템 당 라운드 수를 각각 합리적으로 추정하기 어려워, 시스템 차이 없이 동일한 Q가 발생한다고 가정하였다.

4.3. GDR 매출 추정

GDR 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
총 매출	17,600	23,452	38,528	94,441	126,551	174,640
+YoY%		33%	64%	145%	34%	38%

GDR 매출의 경우, 동 사업부의 과거 행적을 근거로 삼았다. 동사는 '18년 본격적으로 직영매장을 운영하기 시작하여 직영매장에만 GDR 시스템을 공급하기 위해 '19년 GDR의 외부 판매를 중단하였다. 이후, '21년 1월 수익성 확보를 위해 GDR 시스템의 외부 판매를 재개하였다. 이에 시스템 판매·소프트웨어 수익이라는 매출구조가 '21년부터 가맹 사업부와 유사해짐에 따라, 과거 벤치마크를 참조하여 향후 매출 성장률을 추정하였다.

상기 매출구조가 오롯이 온기로 반영된 '21년말 기준 GDR 사업부의 매출 스케일이 '19년 가맹 사업부의 매출 스케일과 0.1%의 오차를 보이고 있는 만큼, 2년의 시차를 두고 비슷한 성숙도를 보임을 가정하였다. 이에 따라 가맹 사업부의 '19년 이후 YoY 매출 성장률을 벤치마크 삼아 '22년 +34%, '23년 +38%의 매출 성장률을 적용해주었다.

4.4. 해외 매출 추정

해외 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
총 매출	14,900	20,101	26,239	51,856	77,644	126,812
중국			4,200	15,401	32,650	69,218
미국			6,528	10,498	16,882	27,149
그 외			15,511	25,957	28,111	30,445
YoY %		35%	31%	98%	50%	63%

- (i) 중국의 경우, 작년 매출 규모가 **'06년 전사 매출과 유사한 수준**이기 때문에 해당 연도의 YoY 매출 성장률 140%를 벤치마크 삼아 추정했다. 중국 시장은 국내의 10% 안팎의 규모로 형성되어 있는 초기 시장이고, SAM이 국내보다 월등히 크므로 본 보고서의 투자 논리 상 상기 성장률을 부여하는 것에 무리가 없을 것으로 판단되었다. 여기에 봉쇄정책의 효과를 녹여주기 위해 20% 할인 적용하였는데, 이는 동사의 중국 매출 내 상하이 매출비가 10% 내외에 불과하다는 점에서 충분히 합리적인 할인율이라 판단되었다. 실제로 '21년 중국 매출 성장률이 YoY 250% 이상임을 감안할 때, 부여해준 112%의 성장률은 시장 발전단계상 보수적인 추정치이다.
- (j) 미국은 동사가 타겟팅하는 해외 시장 중 규모가 가장 크고 매출 성장세 또한 가팔라 시장성장률을 부여하는 데 무리가 있을 것으로 판단되었다. 따라서, 투자포인트에서 전술한 논리에 따라 **'20년 매출성장률을 유지할 것으로 예상되어, 향후 61%의 성장률을 적용해주었다.**
- (k) 그 외 매출의 경우, '29년까지의 **스크린골프 시장의 연평균 예상 성장률인 8.3%**를 일괄적으로 적용해주었다. 동사가 베트남, 일본 외에도 60여 개 이상의 국가에서 영업을 하고 있고, 국가별 시장상황과 전략이 다르기 때문이다.

4.5. 기타 매출 추정

기타 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
총 매출	23,601	27,202	26,288	29,993	36,759	41,792
광고, 제휴	12,083	13,589	13,035	13,784	18,346	20,918
미디어	5,817	14,046	7,143	7,736	8,308	8,922
유지보수 자재 등	2,805	1,796	842	612	694	776
비즈몰	5,197	7,150	7,472	9,986	11,758	13,843
(내부거래 차감)	2,301	9,379	2,204	2,125	2,346	2,668

ㄴ. 광고·제휴 매출

뚜렷한 계절성·추세를 관찰할 수 없어, 연도별 (광고·매출 / 전체 라운드 수)의 4개년 이동평균치에 향후 예상 라운드 수를 곱해 추정하였다.

ㄴ) 단위: 원	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
라운드 당 광고·제휴 매출	216	230	200	182	207	205

ㄷ. 미디어

'19년은 outlier라고 판단, 이를 제외하고 나머지 연도에서 지속 우상향 추세를 확인하여 '18-'21년의 연평균 매출 증가율을 적용하여 추정하였다.

ㄷ)	
미디어 매출 증가율	7.39%

ㄹ. 유지보수 자재 등

연도별 해당 매출을 시스템 수에 나누어 시스템 당 유지보수 매출을 산정하고, 여기에 예상 시스템 수를 곱하여 추정해주었다.

최근 공격적인 출점으로 시스템 수가 폭발적으로 증가한 바, 기설치 시스템의 유지보수 수요가 추후 커질 여력이 있다고 판단하여 단위당 매출의 우하향 추세를 상쇄해주었다. 이에 '21년 값을 flat 처리하여 추정하였다.

ㄹ) 단위: 원	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
시스템 당 유지보수 매출	107,885	67,879	30,084	19,603	19,603	19,603

ㅈ. 비즈몰

골프의 인기가 지속적으로 증가하는 바, '18-'21년의 연평균 매출 성장률로 추정하였다.

ㅈ)	
비즈몰 CAGR:	17.74%

ㅊ. 내부거래 차감

기타 매출 내 내부거래 비중이 outlier인 '19년을 제외 지속 우하향 추세인 것으로 판단, 해당 추이를 반영하여 6%로 추정하였다.

4.6. 매출 추정 최종 Table

매출 추정 최종 Table						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
가맹	57,201	94,357	126,862	175,342	277,692	319,088
시스템 판매		49,784	71,214	103,046	181,408	199,934
라운드 매출		40,595	51,650	66,929	88,546	111,348
최초 가맹금		3,978	3,998	5,367	7,739	7,806
비가맹	85,302	79,520	86,065	81,808	89,669	93,419
시스템 판매		13,726	19,264	9,905	14,298	14,489
라운드 매출		65,794	66,801	71,902	82,830	100,162
GDR	17,600	23,452	38,528	94,441	126,551	174,640
해외	14,900	20,101	26,239	51,856	77,644	126,812
중국			4,200	15,401	32,650	69,218
미국			6,528	10,498	16,882	27,149
그 외			15,511	25,957	28,111	30,445
기타	23,601	29,588	20,830	36,861	36,759	41,792
비가맹 內		2,386	-5,458	6,868	-	-
광고, 제휴		12,083	13,589	13,035	13,784	18,346
미디어		5,817	14,046	7,143	7,736	8,308
유지보수 자재 등		2,805	1,796	842	612	694
비즈몰		5,197	7,150	7,472	9,986	11,758
(내부거래 차감)		2,301	9,379	2,204	2,125	2,346
총 매출	198,604	247,018	298,524	440,308	608,316	755,752

- (l) 기타 매출 내 '비가맹 內' 매출의 경우, 과거 비가맹시스템 매출을 역산하는 과정에서 발생한 차액을 의미한다. 비가맹 매출만 이같은 문제가 발생한 것은 가맹 매출 총액을 고정시킨 뒤 라운드 수 & 시스템 수를 추산하여 이를 비가맹 매출 역산에 연동하였기 때문이다. 가능한 합리적인 P·Q를 사용하여 비가맹 매출을 역산하였으나, 연도별로 3%~8% 수준의 차이가 발생하여 불가피하게 기타 매출에 가산해주었다.

Valuation - Historical PER Method

5.1. 매출원가 추정

매출원가 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	198,705	247,018	298,524	440,308	608,316	755,752
매출원가	77,581	93,860	111,876	154,972	200,553	240,946
<i>매출원가율(%)</i>	<i>39.0%</i>	<i>38.0%</i>	<i>37.5%</i>	<i>35.2%</i>	<i>33.0%</i>	<i>31.9%</i>
재고자산의 변동	-1,851	-1,084	3,105	1,464	122,271	151,150
재고자산 및 원재료 매입액	50,507	57,234	52,235	92,863		
종업원급여	10,238	19,347	22,702	27,437	33,038	34,996
지급수수료	11,518	13,164	17,975	24,728	31,937	38,543
감가상각비	675	1,155	1,315	465	529	645
무형자산상각비	1,278	1,624	1,553	1,693	1,828	2,009
기타	5,216	2,420	12,991	6,322	10,950	13,604

재고자산 및 원재료 매입액, 급여와 지급수수료의 3가지 계정과목이 금액적 중요성을 보인다.

- (1) **재고자산과 원재료 매입액(+재고자산의 변동)**은 계정의 성격상 시스템 및 상품 매출액과 대응된다. 동사의 수익구조상 **시스템(H/W) 매출**이 높은 비중을 차지하는 만큼 이에 연동시켜 추정했다. 고 ASP의 가맹점 시스템이 마진을 또한 높였으나 구체적 수치를 알기는 어렵다. 그러나 가맹점의 활발한 출점과 함께 레버리지 효과를 주도하는 라운드 매출의 지속성이 향후 GPM을 신장시킬 것이며, 원재료를 전량 국내 협력업체에서 조달하는 동사가 그간 안정적으로 원재료 가격을 통제해 온 것을 고려했을 때 총 매출 대비 비중이 '21년의 21.4%에서 '23년의 20.1%까지 소폭 감소하는 것은 무리가 없다고 판단한다.
- (2) **종업원급여**는 제조경비로 분류되는 연구개발직의 급여가 주를 이루며, 서비스센터 자체 인력의 인건비를 포함한다. 그간 동사의 성장세 대비 안정적인 추세를 보여왔다. S/W에서 강력한 해자를 보유한 동사는 기기 전량을 외주 생산하는 한편, 연구개발직의 인건비는 지난 3년 간 flat한 추세를 보인다. 이에 총 매출 대비 감소 추이를 반영해 연동시켰다.
- (3) 매출원가로 분류된 **지급수수료**는 제품 및 서비스와 직결되는 카드 및 송금수수료가 주를 이룰 것이다. 본래 매출과의 연관성이 매우 깊은 가운데, 상관계수가 99%에 이를 정도로 높기에 매출에 연동시켰다.
- (4) **기타비용**은 매출에 대응되는 매우 다양한 세부 계정과목들로 구성되어 있다. 기기 생산에 요구되는 외주생산비 또한 이에 포함되어 있을 것으로 판단된다. 고정비와 변동비가 혼재할 것이나, 보수적으로 지난 4개년의 평균 비중을 적용해 변동비로 추정했다.

5.2. 판매비와 관리비 추정

판매비와관리비 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	198,705	247,018	298,524	440,308	608,316	755,752
판매비와관리비	92,964	120,861	135,075	177,664	225,751	274,395
<i>판관비율(%)</i>	<i>46.8%</i>	<i>48.9%</i>	<i>45.2%</i>	<i>40.3%</i>	<i>37.1%</i>	<i>36.3%</i>
급여	15,908	22,563	28,702	41,160	55,952	69,513
퇴직급여	1,604	2,351	2,479	2,545	4,832	6,003
복리후생비	4,130	6,518	7,145	9,167	14,228	17,676
감가상각비 (사용권자산 포함)	2,950	15,765	28,526	33,839	38,496	46,874
무형자산상각비	1,333	1,411	1,609	1,140	1,632	1,794
지급수수료	38,856	35,762	34,013	48,604	62,048	74,819
광고선전및판매촉진비	15,975	19,183	14,791	15,523	18,249	22,673
수도광열비	850	2,449	4,938	5,733	6,656	7,727
소모품비	1,514	4,182	3,274	5,370	7,419	9,217
세금과공과	1,382	2,144	1,796	2,291	1,903	1,903
지급임차료	1,749	1,075	1,437	1,939	2,679	3,328
여비교통비	1,747	2,137	1,147	1,633	1,666	1,666
운반비	633	829	746	1,697	2,041	2,536
보험료	524	847	949	1,044	1,044	1,044
접대비	372	608	405	1,003	1,212	1,416
통신비	316	402	698	898	898	898
수선비	205	400	517	845	959	1,191
차량유지비	683	509	442	575	552	552
교육훈련비	461	522	498	455	484	484
도서인쇄비	120	137	122	85	116	116
충당부채환입액	176	25	-298	0	0	0
대손상각비	687	-371	-101	217	108	108
주식보상비용	0	0	0	1,063	1,418	1,418
기타	786	1,412	1,237	838	1,157	1,438

판매비와 관리비에서는 **인건비와 지급수수료, 감가상각비**가 매우 큰 금액적 중요성을 보인다.

- (1) 판관비의 **급여**는 본래 고정비에 가까우나, 최근 '21년 4분기 동사가 일회성의 인센티브 90억 원을 집행하는 등 근래의 성공적인 업황에 따른 증가세가 목격된다. 매출 대비 비중은 '20년 이래 감소하는 추세에 있으나, 이러한 성과급 집행을 고려해 매출과의 연동성이 강화될 것으로 판단해 변동비로 추정했으며, 지난 3개년의 평균 매출 대비 비중을 적용했다. **퇴직급여와 복리후생비**는 급여에 연동시켰다.
- (2) **지급수수료**는 비중이 '18년 19.6% 대비 '21년 11%까지 가파른 감소 추세에 있다. 금액적 중요성이 뛰어나 별도 추정이 요구된다. B2C 소비재에 근원을 둔 만큼, 판관비로 분류되는 수수료는 대부분 유통과 판매 수수료일 것으로 판단된다. 비중을 크게 감소시키고 있음은 성공적 업황 속에서도 발생하는 **제반의 비용을 동사가 효과적으로 통제하고 있음**이 단적으로 드러나는 대목이다. 카카오VX와의 소송 또한 '21년 승소로 종결돼 관련 자문수수료가 계상될 여지가 사라졌으며, 이에 지난 감소 추이를 반영해 매출에 연동시켰다.

- (3) **감가상각비**(유형자산+사용권자산+투자부동산)는 연결실체 차원에서 별도 추정 후 매출원가와 판관비 각각의 과거 비중을 평균해 분배했고, 분량이 방대하여 그 내용과 가정을 Appendix [6.2.]에 첨부했다. / **무형자산상각비**는 상각 대상 자산의 주를 이루는 산업재산권과 소프트웨어의 기존 취득 추이를 적용해 추정했다. / **광고선전 및 판매촉진비**도 매출 대비 비중이 '18년 8% 대비 '21년 3.53%까지 크게 감소하는 중이다. 국내는 이미 브랜드 인지도가 강력히 확보되어 있어 안정적 통제가 가능할 것이며, '19년 직영점 출시 초기 이후 해외사업의 확장기에도 전사적 차원에서 해당 비용이 감소하는 추세에 있다. 이에 '20년 이후의 절대액 증가 추이를 반영하여 추정했다.
- (4) **주식보상비용**은 '21년 3월 교부된 스톡옵션의 당기보상원가를 월할로 인식해 발생한다. 연율화된 보상원가를 향후 2개년에 각각 적용해 추정했다. / **이외** 금액적 중요성이 떨어지는 계정과목들은 매출과의 상관계수와 계정의 성격을 고려해 변동비와 고정비로 분류했다. 변동비는 매출액에 연동시켰으며, 고정비는 average를 적용하거나 '21년 금액이 가장 큰 경우 보수적으로 flat 적용했다.

5.3. 금융손익, 기타손익 및 지분법손익 추정

영업외손익 & 지분법손익 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
금융손익	1,370	1,080	283	-308	603	969
금융수익	2,189	2,084	1,796	1,623	2,234	2,752
이자수익	1,966	1,925	1,288	1,615	2,226	2,744
금융보증수익	223	158	8	8	8	8
파생상품평가이익	0	0	500	0	0	0
금융비용	819	1,004	1,513	1,932	1,632	1,783
이자비용 (리스부채 이자비용 포함)	749	1,004	1,513	1,493	1,632	1,783
파생상품평가손실	0	0	0	438	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	70	0	0	0	0	0
기타손익	-3,120	-3,445	-3,215	-3,622	-2,605	-2,605
외환차손익	-101	12	-299	245	0	0
외화환산손익	47	-26	-257	149	0	0
유형자산처분손익	-89	-30	-835	-66	0	0
사용권자산처분손익	0	23	49	1,387	0	0
무형자산처분손익	0	0	-178	10	0	0
유형자산손상차손	0	0	1,187	238	0	0
유형자산폐기손실	0	238	87	12	0	0
무형자산손상차손	0	0	666	124	0	0
수입임대료	2	2	1	4	3	3
기부금	1,975	1,988	1,496	1,728	1,728	1,728
기타대손상각비	16	-181	-35	16	-46	-46
종속기업투자주식처분손실	194	0	0	0	0	0
기타	-794	-1,380	1,704	-3,233	-926	-926
지분법손익	-57	-83	65	22	44	44
뉴딘파스텔 (지분율 50% 지속)	-57	-83	65	22	44	44

영업외손익의 계정과목 전체를 담은 별도 Table은 Appendix [6.3.]에 첨부했으며, 계정 성격 상 손익 개념으로 대응될 시 netting하여 순액을 기준으로 추정했다. 과거 일회성으로 발생했거나 합리적 추정이 불가능한 경우 '0'의 수치를 일괄적으로 부여했다.

이자비용과 이자수익은 별도 추정했으며, 세부 내용은 Appendix [6.4.]에 수록했다.

- 리스부채의 BV가 이외 이자발생부채의 22배에 달하며, 이자비용은 94%가 리스부채에서 비롯된다. 따라서 리스부채의 평균 BV와 유효이자율을 기준으로 향후 이자비용을 추정했다. 다만 보고서 논리에 따라 GDR 및 해외사업에 대한 투자가 지속될 것을 고려해, 리스부채가 추가적으로 계상될 가능성을 반영해 평균 BV 자체의 기존 증가 추이를 적용했다.
- 이자발생 금융자산에 리스채권 등 동사의 사업과 연관된 자산들이 포함된다. 기존 기말 BV의 증가 추이를 반영해 추정했으며, 이자수익이 과대하게 인식될 것을 방지하고자 유효이자율은 기존의 감소 추이를 반영했다.

지분법손익은 동사가 50%의 지분율을 지속 중인 공동기업 (주)뉴딘파스텔에서 비롯된다. 장애인 일자리 창출을 목표로 한 사회적 기업으로서 정착 이후 '20년에 흑자 전환했으나, 금액적으로 중요성이 미미하여 흑자를 기록한 시기의 수치를 average하여 적용했다.

5.4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
법인세비용차감전손이익	26,354	29,850	48,706	103,764	180,053	238,818
법인세비용	5,934	13,636	11,209	27,321	43,573	57,794
<i>유효법인세율</i>	<i>22.5%</i>	<i>45.7%</i>	<i>23.0%</i>	<i>26.3%</i>	<i>24.20%</i>	<i>24.20%</i>

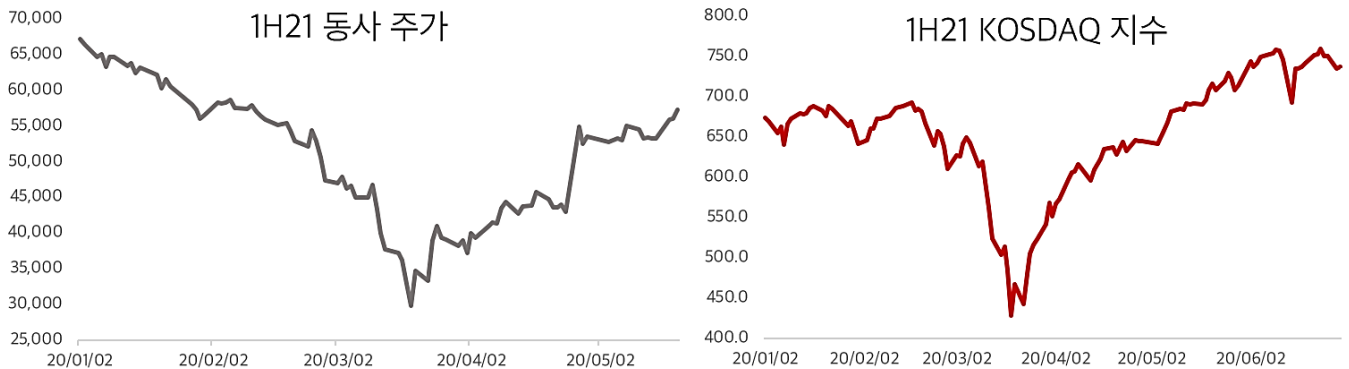
'18년 이래 적용세율은 모두 22%이었으나, 유효법인세율은 일정하지 않았다. 괴리가 크게 나타난 '19년은 과거기간 법인세의 당기조정처리에 기인하지만, 이는 일회성의 성격을 띤다. 향후 세액공제, 일시적 차이 등 조정사항을 예측하는 것은 합리적이지 못하다고 판단하는 바, 과세표준을 고려한 최고세율 22%에 지방소득세 2.2%를 더한 24.2%를 일괄 적용했다.

5.5. Valuation : Historical PER Method

보고서의 핵심 논리는 다음과 같다. 포스트 팬데믹을 향하는 지금 시장에서 동사에 대한 상반된 의견들이 교환되는 가운데, **역대 최고의 1Q22 잠정실적이 컨센서스를 약 33% 상회**하며, 동사는 괄목할 성장세에 제동이 걸리지 않았음을 다시금 증명했다. 본 보고서는 투자포인트를 통해 가맹점(골프존파크)을 필두로 한 **P&Q의 동반 성장**, 턴어라운드 이후 실적을 새로이 견인할 **GDR과 해외 진출**이 동사의 '이어달리기'를 이끌며, 폭발적인 이익 성장을 지속할 것임을 피력했다. 나아가 매출 추정을 통해 그러한 미래를 구체적인 숫자로 그려내고자 했다.

이러한 투자 논리를 반영하는 한편, 동사의 '실적'에 집중하는 시장과의 정합성을 고려해 **PER Method**가 Valuation에 적합하다고 판단한다. 다만 골프, 나아가 레저 산업 전반에서 독보적 우위를 점하고 있으며 가맹점 중심의 스크린골프와 GDR 사업을 모두 영위해 게임과 연습 수요를 모두 포섭하는 동사와 대응되는 Peer를 합리적으로 지목하기는 어렵다. 이에 Valuation 시점과 대응되는 과거에 근거한 **Historical PER Method**가 가장 합리적이라 판단한다.

본 보고서는 2020년 2월~4월의 3달 간 동사의 평균 PER Multiple(TTM)인 12.3x을 Target Multiple로 제시하며, 이를 2022F EPS에 적용하고자 한다. 구체적인 논리를 설명하기에 앞서 당시의 주가 흐름과 주요 Event를 요약적으로 제시하면 다음과 같다.



- ① ('20 2월~) COVID-19 확산세 본격화되며 증시와 동사 주가의 급락 압력으로 작용
- ② ('20 2월~) 가맹점 및 라운드 수 최고치 지속적으로 경신하며 실적 기대감 조성
- ③ ('20.02.27.) 동사 '매출액또는손익구조변동' 공시 - 4Q19 영업이익 적자 공시.
- ④ ('20.04.24.) 1Q20 잠정실적 발표. 컨센서스 +70% 상회하며 서프라이즈 기록.
- ⑤ ('20 4월~5월 초) 위 실적 발표 전후로 주가 우상향. 발표 직후 5월 맞으며 주가 급등.

위의 주요 Event 요약에서 단적으로 드러나듯, '20년 2월~4월 당시는 동사를 향한 회의와 기대감이 시장에서 격렬히 부딪히는 기간이었다. 이는 전례 없는 COVID-19의 확산이 본격화되며, 동사를 비롯한 소비재 기업들의 미래에 대한 관점이 정립되지 않은 채 실적의 방향성이 극단으로 분화되었던 것에 기인한다. 대표적 다중이용시설인 스크린골프에 대한 우려가 비교적 지배적이었기에 multiple 또한 점차 하향 조정되어갔다.

팬데믹으로 인해 지수와 함께 강력한 하방 압력을 맞이한 동사의 주가는 3월 중 하락세를 맞이한다. 이러한 하락세에 방점을 찍은 것은 2월 말 4Q19 영업이익 적자 공시였다. 적자의 주된 이유는 당시 적자였던 GDR 사업의 고정비 부담 때문이었다. 요컨대 팬데믹과 더불어 GDR의 투자 회수시기가 지연되는 것에 대한 우려가 동사를 향하게 되었다.

그럼에도 한편으로는 동사의 가맹점 및 라운드 수가 지속적으로 최고치를 경신하며 이러한 우려와 맞서는 기대감이 조성되어갔다. 이러한 지표는 동사의 재무제표 및 실적에 실시간으로 반영되지는 않았으나, 4월 24일 발표된 1Q20이 컨센서스를 대폭 상회하며 그 이후 주가의 급등을 주도하게 되었다. 핵심은 COVID-19에 의한 우려와 달리 견조한 실적을 달성한 본업이었으며, 해외사업의 순항과 GDR 적자 축소가 호실적을 뒷받침했다. 상술한 지표가 기대감을 조성했던 만큼, 주가는 multiple의 상향과 함께 실적 발표를 전후로 상승하게 되었다.

이러한 상황이 전개되었던 '20년 2월~4월의 PER multiple(TTM)을 평균하여 2022F EPS에 적용할 시, Target Price의 이론적 실현 시점은 현재로부터 1년 뒤인 '23년 초반으로 전망한다. 이러한 본 보고서의 Valuation 시점은 상술한 '20년 2월~4월과 효과적으로 대응하는 한편, Target Multiple은 비교적 보수적인 수치라 판단한다. 그 근거는 다음과 같다.

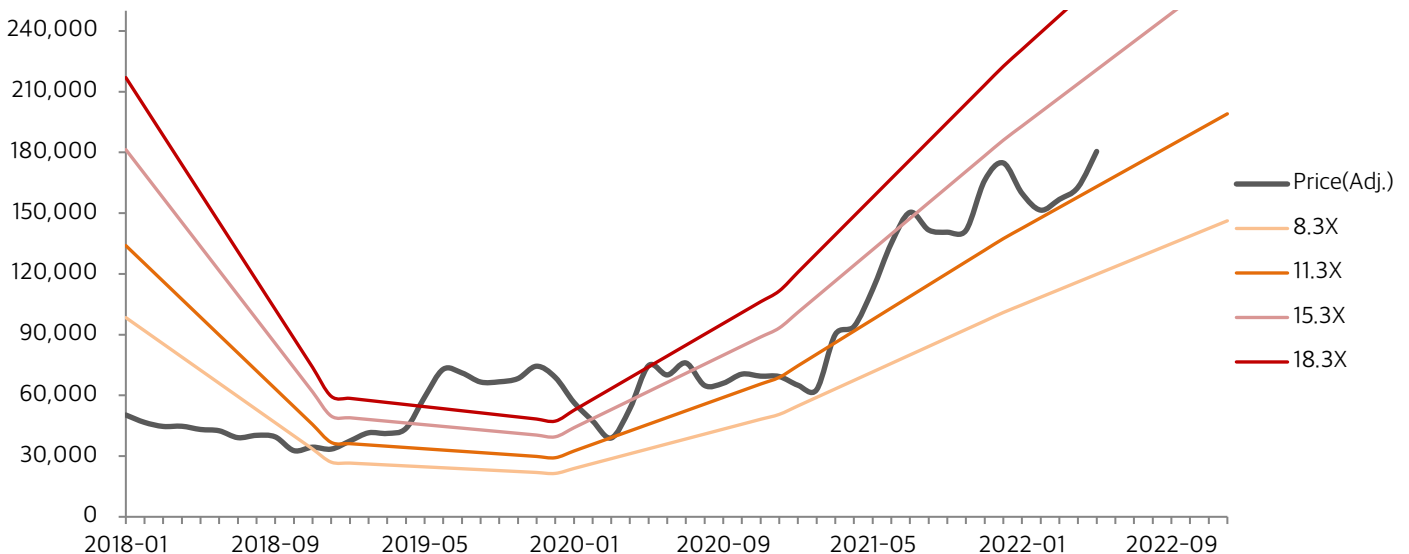
엔데믹과 리오프닝을 맞이하며, 과거와 같이 동사의 실적 방향성에 대한 관점이 온전히 정립되지 않은 채, 1Q22 발표된 역대 최고의 실적은 최근 단기적인 주가 driver로 작용했다. 투자 포인트에 따라 동사는 향후에도 이러한 실적 성장세를 이어가겠지만, 최근에도 시장에서 흔히 목격되는 동사에 대한 우려가 향후에 전적으로 소거될 것이란 판단에는 무리가 있다. 따라서 실적의 성장세를 숫자로 시장에 증명해가며 기대감이 이러한 회의에 비해 우세해질 것으로 전망하나, 우려가 공존하며 최근과 같이 실적 발표 이후 주가가 반응할 가능성이 농후하다고 전망한다. 이는 2022F EPS에 TTM Multiple을 적용한 이유로도 작용한다.

나아가 Target Multiple의 기준이 된 당시는 (1) 팬데믹으로 인한 역대 최고 수준의 증시 급락이 나타난 시기였으며, (2) 실적의 새로운 견인차로 기대받는 GDR이 턴어라운드 이전 적자를 기록하던 시기였다. (3) 해외시장 역시 글로벌 Lock-down으로 인해 실적에 대한 회의가 매우 지배적이었다. 이러한 이유로 본 Target Multiple이 비교적 보수적이라 판단한다.

이에 본 보고서의 논의를 종합해 2022F EPS 21,810원에 Target PER 12.3x를 적용한 목표주가 268,300원, 상승여력 44%의 투자 의견 Buy를 제시한다.

Valuation - PER Method	
2022F 지배주주지분순이익 (단위: 백만 원)	136,801
보통주 유통가능주식수 (단위: 주) - 자기주식수 차감	6,272,470
2022F EPS (단위: 원)	21,810
Target PER (TTM)	12.3x
목표주가 (단위: 원)	268,300
현재주가 (단위: 원)	179,000
상승여력	50%

5.6. 동사 PER Band (TTM) (2018~)



* 출처: Quantiwise

Appendix

6.1. 동사 연결 재무상태표 (2017 ~ 2021)

B/S- Consolidated		(단위: 백만 원)				
자산	2017	2018	2019	2020	2021	
유동자산	160,592	145,265	81,730	118,057	242,397	
현금및현금성자산	110,551	59,128	15,998	23,464	68,964	
단기투자자산	5,358	50,000	29,000	57,247	107,950	
매출채권 및 기타채권	29,594	21,907	20,685	21,062	31,191	
재고자산	13,130	10,498	10,880	10,449	25,162	
기타유동자산	1,959	3,732	5,167	4,094	9,130	
매각예정자산	0	0	0	1,741	0	
비유동자산	93,081	108,792	230,857	249,237	241,204	
장기투자자산	29	29	5,246	4,569	0	
장기매출채권 및 기타채권	3,889	5,429	18,197	23,159	27,023	
공동기업투자	58	1	0	43	65	
유형자산	71,606	83,643	115,927	117,374	114,292	
사용권자산	0	0	60,010	71,051	59,351	
투자부동산	4,189	4,989	4,871	4,195	11,401	
무형자산	7,831	9,551	19,961	20,847	20,804	
기타비유동자산	1,424	803	1,631	2,131	795	
이연법인세자산	4,054	4,349	5,014	5,868	7,474	
자산 총계	253,672	254,058	312,587	367,294	483,601	
부채						
유동부채	51,918	54,340	61,066	80,882	130,166	
매입채무 및 기타채무	14,927	18,718	18,262	25,574	45,584	
단기차입금	23,333	18,333	833	0	0	
총당부채	3,645	1,291	854	1,009	603	
당기법인세부채	3,544	3,138	5,296	8,236	23,006	
리스부채	0	0	12,971	15,986	18,255	
기타유동부채	6,470	12,860	22,850	30,077	42,719	
비유동부채	12,372	4,798	51,478	60,841	61,533	
장기기타채무	1,561	1,623	2,263	2,406	2,766	
비유동총당부채	1,641	2,340	6,095	6,384	11,031	
장기차입금	9,167	833	0	0	0	
장기리스부채	0	0	43,119	52,051	47,668	
기타비유동부채	3	1	1	0	17	
이연법인세부채	0	0	0	0	51	
부채 총계	64,291	59,138	112,544	141,723	191,699	
자본						
지배기업의 소유주지분	189,269	194,920	200,043	224,563	287,848	
자본금	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	
기타불입자본	72,037	72,037	72,033	72,067	73,485	
기타자본구성요소	-3,166	-2,822	-2,304	-3,165	-1,930	
이익잉여금	117,260	122,567	127,177	152,523	213,156	
비지배지분	113	0	0	1,008	4,054	
자본 총계	189,382	194,920	200,043	225,571	291,902	

6.2. 동사 유형자산(취득원가 기준) 및 감가상각비 추정 Table

종류별 유형자산 및 감가상각비 추정 Table							(단위: 백만 원)	
구분	내용	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
건물	기말 취득원가	37,386	38,389	38,370	40,335	40,179	41,145	42,120
	평균 취득원가		37,887	38,379	39,353	40,257	40,662	41,632
	감가상각비 상각률(%)		820 2.2%	902 2.3%	906 2.3%	966 2.4%	975 2.4%	999 2.4%
구축물	기말 취득원가	1,248	1,248	1,248	1,248	1,248	1,248	1,248
	평균 취득원가		1,248	1,248	1,248	1,248	1,248	1,248
	감가상각비 상각률(%)		1 0.1%	1 0.1%	1 0.1%	1 0.1%	1 0.1%	1 0.1%
기계 장치	기말 취득원가	6,366	10,750	23,071	24,570	23,810	36,131	41,749
	평균 취득원가		8,558	16,910	23,820	24,190	29,971	38,940
	감가상각비 상각률(%)		1,134 13.3%	2,654 15.7%	4,516 19.0%	4,534 18.7%	5,618 18.7%	7,299 18.7%
차량 운반구	기말 취득원가	19	19	109	146	148	174	202
	평균 취득원가		19	64	127	147	161	188
	감가상각비 상각률(%)		4 20.0%	9 13.9%	19 15.3%	26 17.6%	28 17.6%	33 17.6%
공구와 기구	기말 취득원가	17	1,155	1,420	2,171	2,196	2,629	3,122
	평균 취득원가		586	1,288	1,796	2,183	2,412	2,875
	감가상각비 상각률(%)		98 16.8%	268 20.8%	371 20.7%	433 19.8%	493 20.4%	588 20.4%
비품 (-보조금)	기말 취득원가	5,327	6,664	10,936	12,693	12,580	14,614	16,803
	평균 취득원가		5,996	8,800	11,815	12,637	13,597	15,709
	감가상각비 상각률(%)		886 14.8%	1,342 15.2%	1,903 16.1%	2,034 16.1%	2,189 16.1%	2,529 16.1%
시설 장치 (-보조금)	기말 취득원가	319	8,007	30,902	36,469	38,565	45,476	53,217
	평균 취득원가		4,163	19,455	33,686	37,517	42,021	49,346
	감가상각비 상각률		391 9.4%	2,660 13.7%	5,971 17.7%	6,911 18.4%	7,740 18.4%	9,090 18.4%
리스제공 자산 (금융리스제공)	기말 취득원가					4,396	5,001	5,647
	평균 취득원가					4,396	4,699	5,324
	감가상각비 상각률(%)					605 13.8%	646 13.8%	732 13.8%
사용권 자산 (건물)	기말 취득원가			66,721	92,742	93,925	119,947	145,968
	평균 취득원가				79,732	93,334	106,936	132,958
	감가상각비 상각률(%)			8,423 16.5%	15,324 17.9%	16,842 17.9%	19,175 17.9%	23,841 17.9%
사용권 자산 (차량운반구)	기말 취득원가			2,126	2,079	2,731	3,453	4,383
	평균 취득원가				2,102	2,405	3,092	3,918
	감가상각비 상각률(%)			571 35.1%	738 30.1%	723 30.1%	929 30.1%	1,177 30.1%
유형자산 감가상각비			3,335	7,835	13,687	15,510	17,691	21,270
사용권자산 감가상각비			-	8,993	16,062	17,565	20,104	25,018
투자부동산 감가상각비			148	92	92	1,230	1,230	1,230

* 향후 2개년에 대해 각각 전기의 감가상각비 만큼 취득원가의 순증분(취득-처분+대체)이 나타난다고 가정하였음.

- '19년 직영점 도입 직후 외, 호황과 함께 확장을 지속한 '20~'21년 각각 상각비 이하의 재투자를 고려하면 보수적이라 판단함.

* 가장 큰 비중을 차지하는 사용권자산(건물)은 확장을 고려해 과거 취득원가 증분의 최대치를 일괄 적용해 추정함

* 상각률은 '21년의 수치를 일괄 적용하여 추정했으며, 비중이 미미한 투자부동산은 flat 처리함

6.3. 동사 금융 및 기타손익 2018~2021 세부 계정과목

동사 금융손익, 기타손익 (2018~2021)		(단위: 백만 원)			
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	
금융수익	2,189	2,084	1,796	1,623	
이자수익	1,966	1,925	1,288	1,615	
금융보증수익	223	158	8	8	
파생상품평가이익	0	0	500	0	
금융비용	819	1,004	1,513	1,932	
이자비용 (리스부채 포함)	749	1,004	1,513	1,493	
파생상품평가손실	0	0	0	438	
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	70	0	0	0	
기타수익	890	1,358	2,809	4,799	
외환차익	137	172	85	690	
외화환산이익	67	55	137	176	
수입임대료	2	2	1	4	
기타의대손상각비환입	0	181	35	0	
유형자산처분이익	1	267	70	819	
사용권자산처분이익	0	23	101	1,410	
무형자산처분이익	0	0	0	75	
기타	681	659	2,379	1,624	
기타비용	4,009	4,803	6,024	8,420	
외환차손	239	160	384	445	
외화환산손실	21	81	394	28	
유형자산처분손실	90	297	905	884	
유형자산손상차손	0	0	1,187	238	
유형자산폐기손실	0	238	87	12	
사용권자산처분손실	0	0	52	23	
무형자산처분손실	0	0	178	65	
무형자산손상차손	0	0	666	124	
기부금	1,975	1,988	1,496	1,728	
기타의대손상각비	16	0	0	16	
종속기업투자주식처분손실	194	0	0	0	
기타	1,474	2,039	675	4,857	

6.4. 이자발생 금융부채/자산 및 이자비용/수익 추정 세부내역

이자비용 추정 및 이자발생 금융부채					(단위: 백만 원)	
연도	2018	2019	2020	2021	2022	2023
이자비용	749	1,004	1,513	1,493	1,632	1,783
기말 BV	19,167	56,090	68,037	65,923		
기중 평균 BV		56,090	62,063	66,980	73,193	79,983
유효이자율		1.79%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%
이자발생 금융부채		2018	단기차입금	2019	단기차입금, 리스부채	
세부 구성내역		2020~2021	리스부채			

이자수의 추정 및 이자발생 금융자산						(단위: 백만 원)	
연도	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
이자수익	1,966	1,925	1,288	1,615	2,226	2,744	
기말 BV	57,443	54,294	87,259	140,788	173,522	213,867	
기중 평균 BV		55,868	70,777	114,024	157,155	193,694	
유효이자율		3.45%	1.82%	1.42%	1.42%	1.42%	

이자발생 금융자산 세부 구성내역

2018~2020 단/장기투자자산, 단/장기대여금, 단/장기보증금

2021 단기투자자산, 단/장기리스채권, 단/장기대여금, 단/장기보증금

6.5. 분기별 손익계산서 (1Q19~1Q22P)

I/S - Consolidated (1Q19~4Q20)								(단위: 백만 원)
(단위: 백만 원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
매출액	60,526	60,729	65,620	60,142	72,749	72,209	79,607	73,960
<i>QoQ (%)</i>		0.3%	8.1%	-8.3%	21.0%	-0.7%	10.2%	-7.1%
매출원가	21,572	24,305	24,195	23,787	26,844	26,803	29,448	28,782
매출총이익	38,954	36,424	41,425	36,355	45,905	45,406	50,159	45,178
<i>GPM (%)</i>	64.4%	60.0%	63.1%	60.4%	63.1%	62.9%	63.0%	61.1%
판관비	24,112	26,537	33,662	36,550	30,576	31,310	34,544	38,646
영업이익	14,842	9,887	7,763	-195	15,329	14,096	15,615	6,532
<i>OPM (%)</i>	24.5%	16.3%	11.8%	-0.3%	21.1%	19.5%	19.6%	8.8%
법인세차감전이익	14,663	10,046	5,802	-660	15,531	11,810	14,710	6,655
법인세비용	3,535	2,193	3,037	-6,193	3,718	2,827	3,195	1,469
당기순이익	11,129	7,853	2,765	5,533	11,813	8,983	11,515	5,186

I/S - Consolidated (1Q21~1Q22P)					(단위: 백만 원)
(단위: 백만 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P
매출액	99,396	105,784	123,054	112,075	153,866
<i>QoQ (%)</i>	34.4%	6.4%	16.3%	-8.9%	37.3%
매출원가	35,569	36,577	43,474	39,353	
매출총이익	63,827	69,207	79,580	72,722	
<i>GPM (%)</i>	64.2%	65.4%	64.7%	64.9%	
판관비	35,385	39,187	42,405	60,687	
영업이익	28,442	30,020	37,175	12,035	50,702
<i>OPM (%)</i>	28.6%	28.4%	30.2%	10.7%	33.0%
법인세차감전이익	28,365	29,723	37,526	8,150	
법인세비용	7,029	7,435	8,557	4,301	
당기순이익	21,336	22,288	28,969	3,849	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.