유진투자증권

KMH신라레저(275720,KQ,IPO 예정)

상장 예정일: 2018.11.22 | 기관 수요예측: 2018.11.07 ~ 08



스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

주요 제품

SHILLA COUNTRY CLUB

Key Data	
공모희망가(원)	9,200 ~ 11,800
시가총액(십억원)	146.1 ~ 187.4
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	5.9
-공모후	7.9
공모후 주식수	15,884,600
유통가능주식수	7,091,880
보호예수기간	
최대주주 및 특수관계인	상장 후 6개월
㈜팍스넷	상장 후 6개월
주관증권사	신한금융투자
공모후 주요주주(%)	
최대주주 및 특수관계인	53.7
공모주주	37.8
기타주주	8.5

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F
매출액(십억원)	16.0	33.3	40.6
영업이익(십억원)	5.9	17.2	17.2
세전이익(십억원)	4.2	28.7	22.6
당기순이익(십억원)	3.0	25.6	14.0
EPS(원)	-	-	881
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	-	10.4~13.4
ROE(%)	-	-	-
PBR(배)	-	-	-

자료: 유진투자증권

국내 골프장 운영 및 위탁운영 전문 기업

▪ 국내 대중제 골프장 운영 및 위탁운영 전문 기업

1986년 삼공개발 설립, 1989년 체육시설업(골프장업) 사업승인, 1997년 골프장 준공 및 등록, 2013년 기업 회생절차 신청, 2014년 대중제 골프장 체육시설업 변경등록, 2016년 ㈜케이엠에이치신라레저로 법인명 변경, 2018년 11월 22일 코스닥 상장 예정

동사는 골프장 운영, 관광객 이용시설운영, 요식 및 숙박업을 주요 사업으로 영위함. 골프장으로는 신라CC, 파주CC, 떼제베CC를 운영 중임. 사업부문별 매출 비중은(2017년 연결기준) 입장수입 74.8%, 대여매출 14.3%, 식음료매출 7.6%, 수수료매출 1.1%, 기타매출 2.2%로 구성

공모 후 주주구성: 최대주주 및 특수관계인 53.7%, 공모주주 37.8%, 기타주주 8.5%

▪ 투자포인트

1) 대중제 골프장 운영사업의 안정적인 성장세: 최근 회원제 골프장이 대중제 골프장으로 전환되고 골프에 대한 진입장벽이 낮아짐에 따라 골프를 이용하는 인구가 꾸준히 증가하는 추세임. 이에 따라 동사는 안정적인 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단됨. 그 이유는 ① 동사는 20년의 업력을 기반으로 운영중인 코스 컨디션의 항상성을 유지하고 지속적인 베테랑 캐디를 확보 및 육성, 골프장 내 F&B 메뉴 다양화 등 품질을 강화하고자 하는 노력을 지속해오고 있음. ② 또한 여름과 겨울 등 골프 비수기 타임에 대한 수요를 창출하기 위해 다양한 채널을 통해 브랜드 마케팅을 강화하고 있으며 골프몬과 골부킹 등을 통한 온·오프라인 예약 플랫폼도 운영 중임, ③ 향후 2019년까지 9개홀, 2020년까지 18개 홀에 라이트를 추가 설치할 예정임. 야외 스포츠인 골프의 특성 상 각 홀에 라이트를 설치하게 되면 야간운영으로 12홀의 증설효과를 창출할 수 있을 것이라 판단됨. ④ 또한 동사는 2017년 연결기준 영업이익률 51.8%의 높은 수익성으로 뛰어난 현금 창출 능력을 보유하고 있음. 이를 기반으로 적극적인 주주환원정책도 시행할 것으로 기대됨.

2) 국내 및 해외 골프장 위탁운영사업으로 성장성 확보: 동사는 골프장 운영을 하며 축적된 노하우를 바탕으로 수익성이 낮고 자체 운영 및 영업능력이 부족한 골프장에 대한 위탁운영 사업을 시행 중임. ① 국내 2개 골프장에 대한 위탁운영을 할 계획임. 골프장 위탁운영 시장을 선점함을 통해 동사는 국내 골프장 산업에서 선도 기업의 입지를 확고히 할 수 있을 것으로 판단됨. ② 국내 골프장 운영과 위탁운영뿐만 아니라 해외 골프장과 제휴를 맺고 코스 및 시설 관리, 서비스 등에 대한 컨설팅을 제공할 계획임. 해외 골프장 제휴는 2019년 하반기부터 시행될 예정임. 추가적으로 베트남 다낭에서 "랑코 골프&리조트"에 대한 위탁운영 시행할 계획으로, 2021년 개장 예정임. 이를 통해 향후 동사의 빠른 성장을 기대할 수 있을 것으로 판단됨

▪ 2018년 기준 PER 10.4~13.4배 (공모가 밴드: 9,200 ~ 11,800원)

공모희망가는 2018년 예상실적 기준(EPS 881원) PER 10.4 ~ 13.4배로 국내 유사업체들인 용평리조트, 강원랜드, 이월드, 골프존의 18.4배 대비 27.2% ~ 43.3% 할인된 수준임

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 44.6%인 약 709만주로 부담스럽지 않은 수준임

공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	9,200 ~ 11,800원	수요예측일	2018.11.07~2018.11.08
공모금액	552 ~ 708억원	공모청약일	2018.11.14~2018.11.15
공모주식수	6,000,000주	납입일	2018.11.19
상장후 주식수	15,884,600주	상장예정일	2018.11.22

자료: 유진투자증권

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 및 특수관계인	8,530,560	53.7
공모주주	6,000,000	37.8
기타주주	1,354,040	8.5
합계	15,884,600	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 및 특수관계인	8,530,560	53.7	상장 후 6개월
㈜팍스넷	262,160	1.7	상장 후 6개월
합계	8,792,720	55.4	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 4 유통가능 주식수

주주명	주식수㈜	비중(%)
공모주주	6,000,000	37.8
기타주주	1,091,880	6.9
주식수	7,091,880	44.6

자료: 투자설명서, 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 5 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원,%)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	**15.5**	**16.2**	**17.1**	**17.9**	**15.1**	**13.7**	**13.5**	**11.5**	**10.5**	**9.7**	**13.7**	**16.0**	**33.3**	**40.6**
YoY(%)	*9.8*	*4.6*	*5.5*	*4.2*	*-15.5*	*-8.9*	*-1.8*	*-14.7*	*-9.2*	*-7.3*	*41.7*	*16.7*	*107.5*	*22.1*
제품별 매출액														
입장수입	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.7	11.1	24.9	28.3
식음료매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.7	2.0	2.5	4.2
수수료매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.4	0.4	0.7
대여매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.0	2.4	4.8	6.5
기타매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3	0.1	0.7	0.8
제품별 비중(%)														
입장수입	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70.5	69.3	74.8	70.0
식음료매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.7	12.7	7.6	10.4
수수료매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3	1.1	1.6
대여매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.5	14.8	14.3	16.1
기타매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.2	0.8	2.2	2.0
수익														
영업이익	**4.6**	**3.5**	**3.9**	**2.4**	**1.5**	**0.7**	**0.5**	**-6.3**	**-12.5**	**-2.6**	**4.8**	**5.9**	**17.2**	**17.2**
세전이익	**2.2**	**1.6**	**5.3**	**-2.6**	**0.2**	**-1.6**	**-1.1**	**-20.5**	**-11.9**	**-3.6**	**1.2**	**4.2**	**28.7**	**22.6**
당기순이익	**1.5**	**0.7**	**3.7**	**-1.3**	**0.1**	**-1.3**	**-1.2**	**-16.3**	**-9.7**	**-3.2**	**0.4**	**3.0**	**25.6**	**14.0**
이익률(%)														
영업이익률	**29.8**	**21.3**	**22.6**	**13.5**	**9.9**	**4.8**	**3.4**	**-54.6**	**-119.4**	**-26.8**	**34.7**	**37.1**	**51.8**	**42.4**
세전이익률	**14.0**	**9.9**	**30.9**	**-14.7**	**1.0**	**-11.3**	**-8.1**	**-177.6**	**-113.4**	**-36.7**	**9.0**	**25.9**	**86.2**	**55.7**
당기순이익률	**9.4**	**4.2**	**21.5**	**-7.2**	**0.7**	**-9.2**	**-8.8**	**-141.6**	**-92.6**	**-32.7**	**2.7**	**18.7**	**77.0**	**34.5**

자료: 유진투자증권
주: 2017년부터 연결기준

도표 6 국내 유사기업 Valuation 비교

	케이엠에이치신라레저 IPO 예정	평균	용평리조트 070960	강원랜드 035250	이월드 084680	골프존 215000
주력분야 (2017년 기준)	입장수입 74.8%, 대여매출 14.3%, 식음료매출 7.6%, 수수료매출 1.1%, 기타매출 2.2%		운영수입 60.04%, 분양수입 39.96% 등	카지노 89.84%, 호텔 6.55%, 스키장 1.65%, 콘도미니엄 1.63%, 골프장 0.28%, 시설운영업 등 0.06%	티켓수입 74.06%, 식음료수입 14.35%, 기타 11.59% 등	스크린골프 94.96%, 유지보수 5.04% 등
매출액(십억원)	40.6	482.2	213.9	1,479.7	35.0	200.1
영업이익(십억원)	17.2	137.4	41.0	464.4	6.7	37.5
영업이익률(%)	**42.4**	**22.1**	**19.2**	**31.4**	**19.1**	**18.7**
순이익(십억원)	14.0	118.4	23.5	366.9	3.8	79.4
순이익률(%)	34.5	21.6	11.0	24.8	10.9	39.7
PER(배)	**10.4~13.4**	**18.4**	**11.4**	**16.8**	**41.8**	**3.6**
시가총액(십억원)	146.1~187.4		268.6	6,172.2	197.3	211.2

참고: 2018.11.07 종가기준, 2018년 예상실적 기준. 골프존뉴딘홀딩스와 아난티는 유사기업 제외함
자료: 유진투자증권

국내 대중제 골프장 운영 및 위탁운영 전문 기업

도표 7 국내 대중제 골프장 운영 및 위탁운영 사업 영위



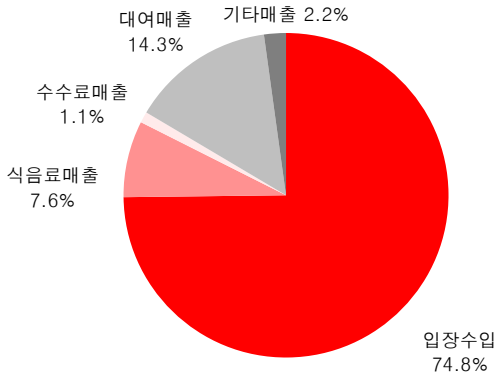
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 8 주요 연혁

연도	내용
1986.11	삼공개발㈜ 설립
1989.12	체육시설업(골프장업) 사업승인
1997.07	골프장 준공 및 등록
2013.04	기업 회생절차 신청
2014.03	회생계획인가
2014.12	대중제 골프장 체육시설업 변경등록
2016.05	㈜케이엠에이치신라레저로 법인명 변경
2017.03	주주배정 및 3자배정 유상증자 (87억원/10억원)
2017.03	주주배정 유상증자(427억원)
2018.11	코스닥 상장예정 (11/22)

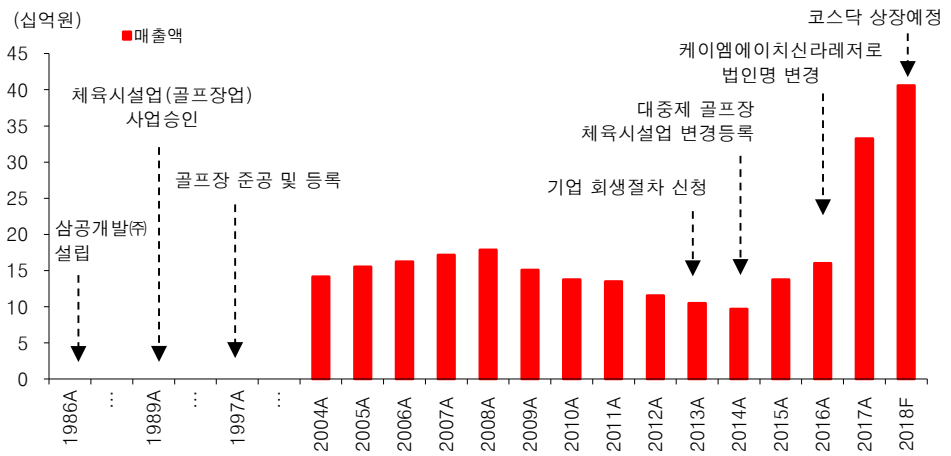
자료: 유진투자증권

도표 9 제품별 매출 비중(2017년 연결기준)



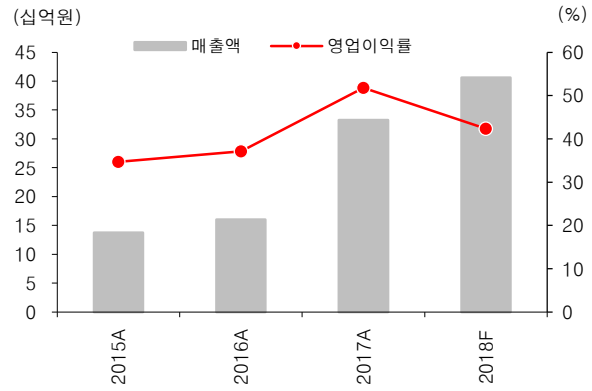
자료: 유진투자증권

도표 10 매출추이 및 회사연혁



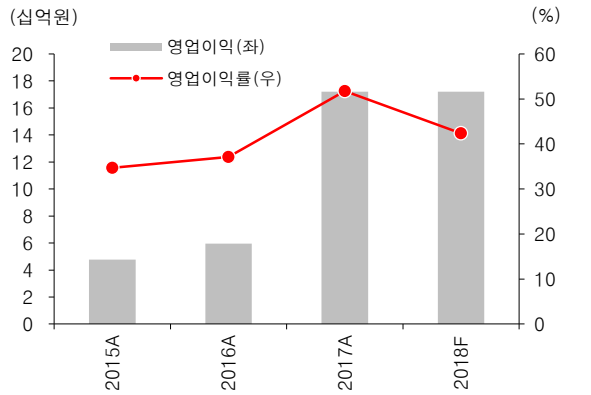
자료: 유진투자증권

도표 11 수익성 추이



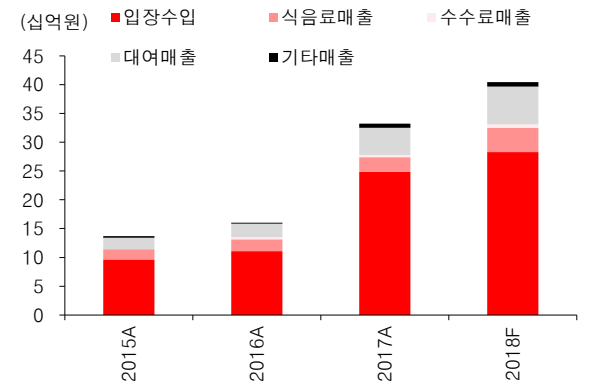
자료: 유진투자증권

도표 12 영업이익과 영업이익률 추이



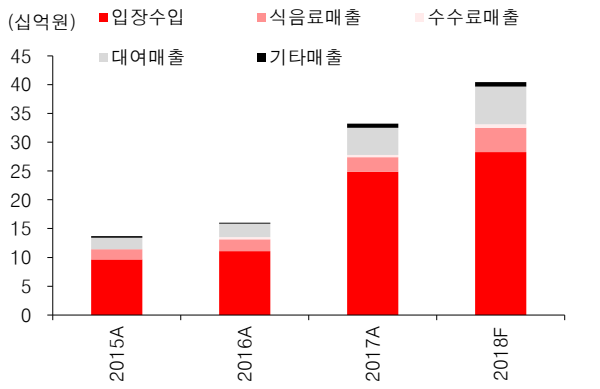
자료: 유진투자증권

도표 13 사업부문별 매출 전망



자료: 유진투자증권

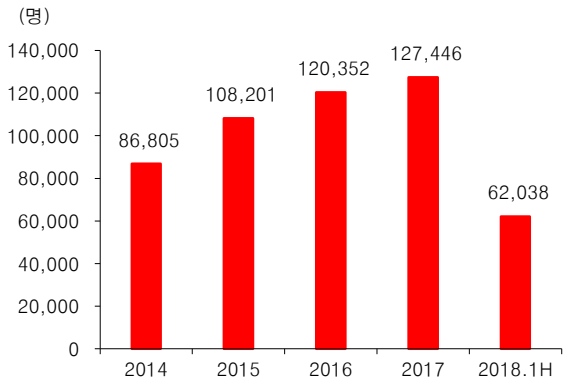
도표 14 사업부별 매출 비중 전망



자료: 유진투자증권

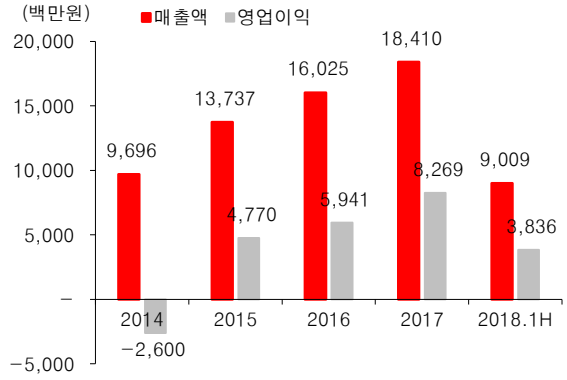
안정적인 골프장 운영사업

도표 15 신라CC 연간 내장객 추이



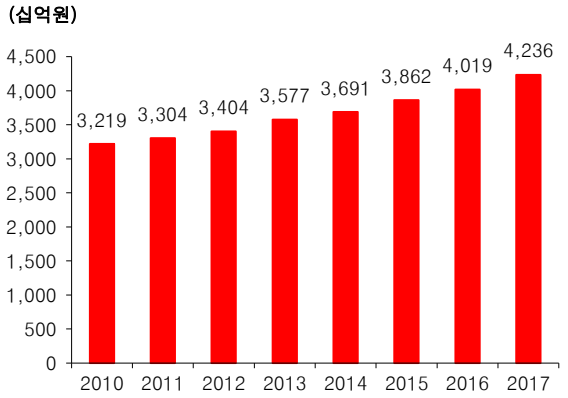
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 16 신라CC 매출 및 영업이익 추이



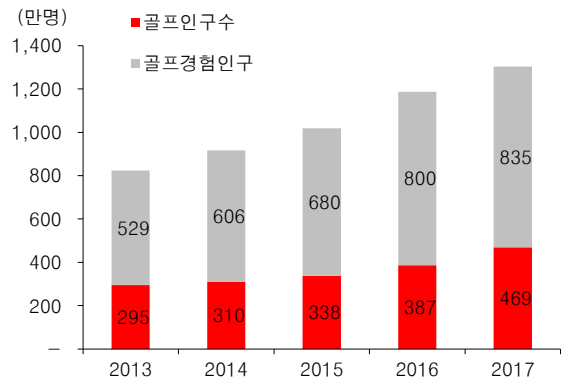
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17 국내 골프장 시장 규모



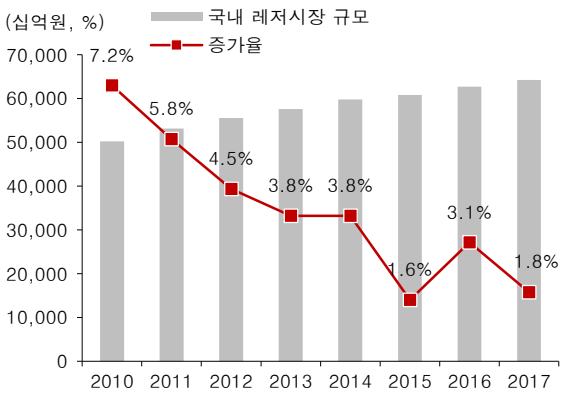
자료 : 레저백서 2018, 한국은행, 유진투자증권

도표 18 국내 골프인구 추이



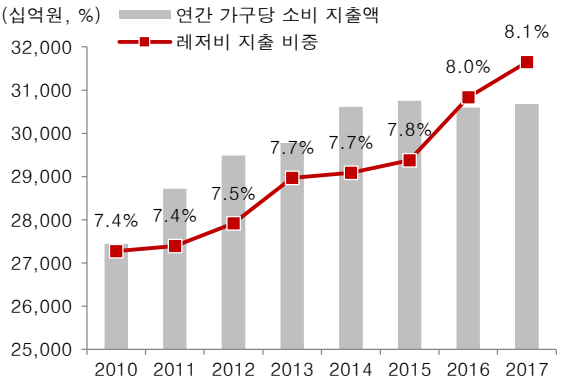
자료 : 골프존, 유진투자증권

도표 19 국내 레저시장 규모 및 증가율



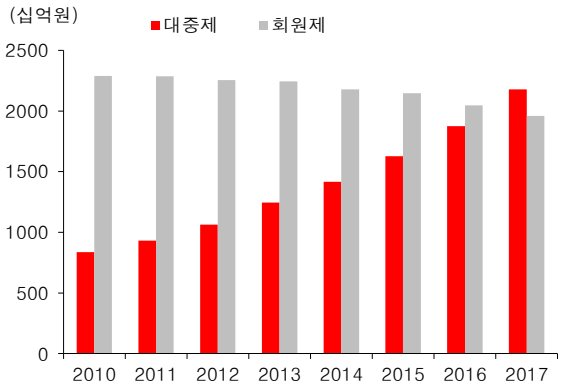
자료 : 한국은행, 통계청, 레저백서 2018, 유진투자증권

도표 20 가구당 소비 지출액 및 레저비 지출 비중



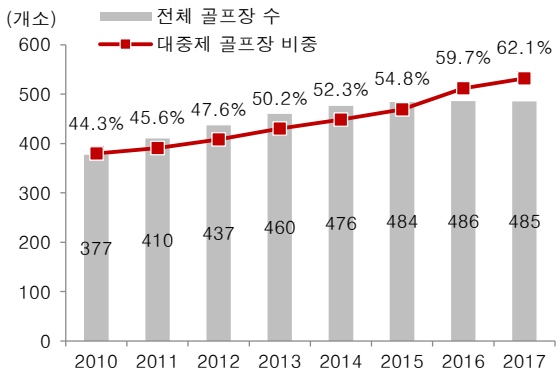
자료 : 한국은행, 통계청, 레저백서 2018, 유진투자증권

도표 21 국내 대중제 및 회원제 골프장 매출 추이



자료 : 레저백서 2018, 한국은행, 유진투자증권

도표 22 전체 골프장 수 및 대중제 골프장 비중



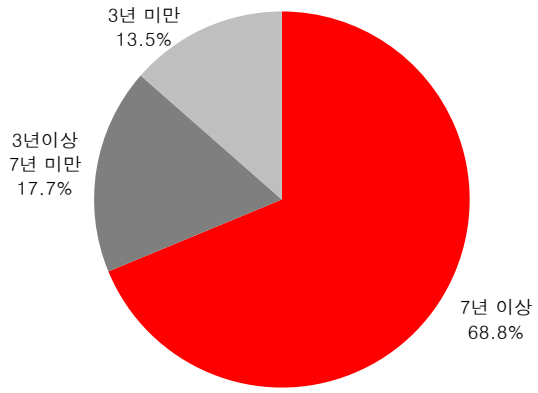
자료 : 레저백서 2018, 유진투자증권

도표 23 동사의 골프장 운영 노하우 및 경쟁력



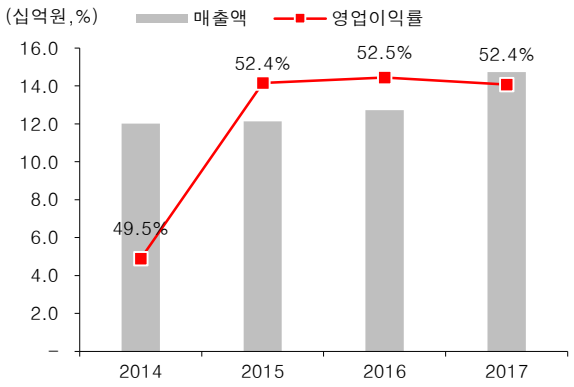
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24 신라CC 경력별 캐디 분포



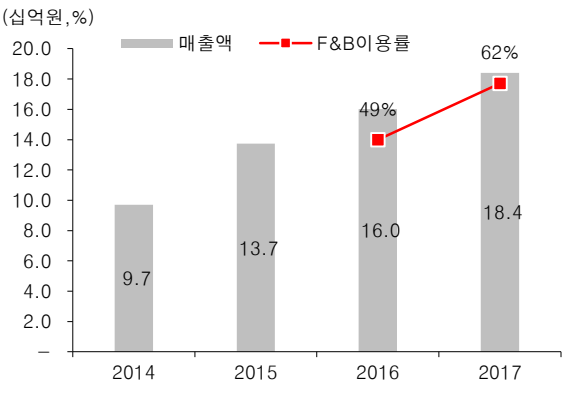
자료 : 한국은행, 통계청, 레저백서 2018, 유진투자증권

도표 25 파주CC 매출 및 영업이익률 추이



자료 : IR Book, 유진투자증권

도표 26 신라CC 매출 및 F&B(식음료) 이용률



자료 : IR Book, 유진투자증권

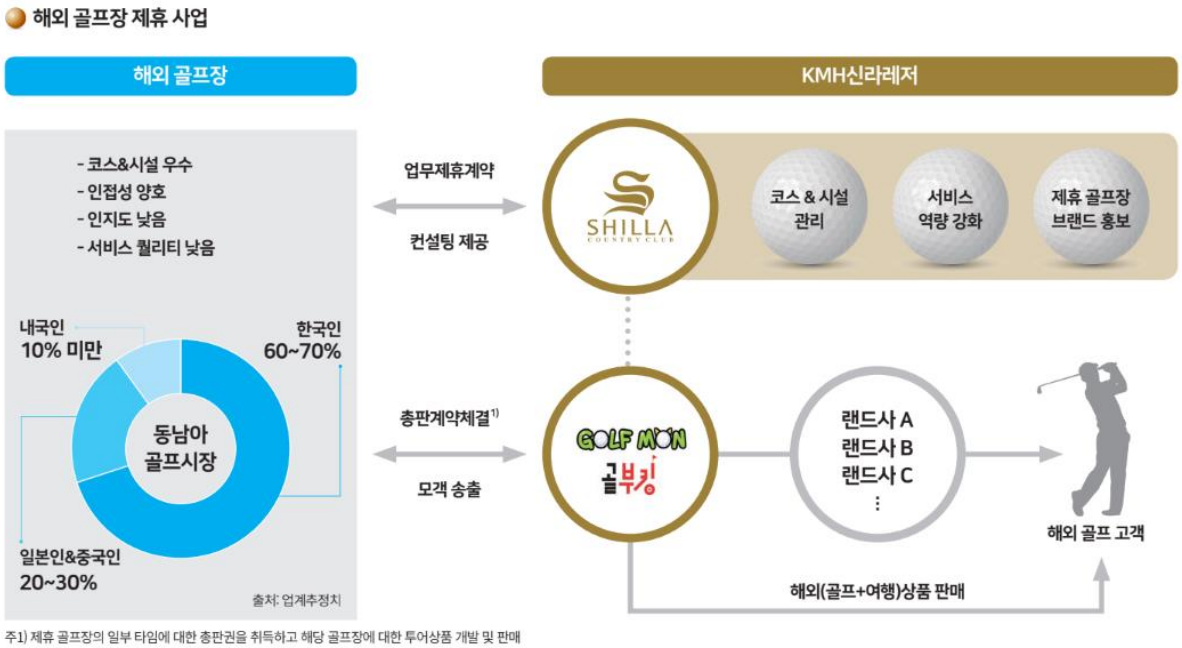
국내 및 해외 골프장 위탁운영사업으로 성장성 확보

도표 27 국내 골프장 위탁운영 사업



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 28 해외 골프장 제휴 사업



주1) 제휴 골프장의 일부 타임에 대한 총판권을 취득하고 해당 골프장에 대한 투어상품 개발 및 판매

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 29 해외 골프장 위탁운영 사업



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.09.30 기준)