

남화산업 (111710)

이민영 이사
 myoung.lee01@daishin.com saerom.lee@daishin.com

투자 의견 N/R

6개월 목표주가 N/R

현재주가 9,220
 (19.06.24)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	717.69
시가총액	190십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	10,900원 / 6,430원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	0.21%
주요주주	남화토건 외 8 인 85.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.5	28.6	-10.5	-
상대수익률	13.9	33.3	-16.5	-



대중제(Public) 골프장의 선두주자

국내 1호 상장 골프장

- 1990년에 설립되었으며 대중제 골프장인 무안CC를 운영하고 있음. 2018년에 코스닥 상장. 골프장 운영체제로는 국내 최초로 상장
- 2018년 기준 사업부별 매출액 및 비중은 골프입장수입 106억원(79%), 식음료 13억원(10%), 대여료 13억원(10%), 그리고 숙박 2억원(1%)
- 골프입장수입은 골프산업에서 흔히 불리는 '그린피'이고, 대여료는 골프장 이용객들이 사용하는 카트 대여료임. 숙박은 현재 보유하고 있는 골프텔 매출액을 의미함
- 2018년 11월 상장할 당시 공모한 자금 114억원과 자체적으로 보유한 현금 약 70억원으로 신규 레지던스와 골프텔을 건설할 계획

골프산업에서 1분기는 최대 비수기, 2분기는 최대 성수기

- 1분기에 매출액 22억원(+37% YoY, -44% QoQ), 영업이익 3억원(흑전 YoY, -77% QoQ) 기록
- 사업부별 매출액 및 비중은 골프입장수입 17억원(77%), 식음료 2억원(11%), 대여료 2억원(11%), 그리고 숙박 2천만원(1%)
- 전년동기대비 큰 폭의 매출 성장은 따뜻한 기온으로 인한 골프장 내장객 수 증가에 기인. 1분기에 광주광역시 평균 기온은 섭씨 4.6도(1Q18 섭씨 3.9도)
- 아웃도어 골프산업의 매출액 변동성은 기온과 가장 밀접한 관계가 있음. 혹한기인 1분기가 최대 비수기이고 선선하면서 따뜻한 2분기가 최대 성수기임
- 따라서, 2019년 2분기에도 전분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 전망됨. 2분기 예상 실적은 매출액 49억원(+3% YoY, +121% QoQ), 영업이익 20억원(+3% YoY, +555% QoQ)

2019년과 2020년에는 미래 성장을 위한 유형자산투자의 기간

- 무안CC는 총 면적 197만㎡(약 60만평)에 3코스(총 54홀)를 보유하고 있음. 이는 골프 대회를 진행하면서 동시에 일반 내장객을 수용할 수 있는 규모로 안정적인 수익 창출의 기반임
- 현재 2020년 착공 예정인 77세대 이상의 레지던스 및 20동의 골프텔 건축 인허가 절차가 진행 중. 대중제 골프산업은 경쟁이 치열해서 동사의 의미 있는 성장은 신규 레지던스와 골프텔 준공 후인 2021년부터 이뤄질 전망
- 2019년에 매출액 139억원(+3% YoY), 영업이익 41억원(+9% YoY) 달성 예상

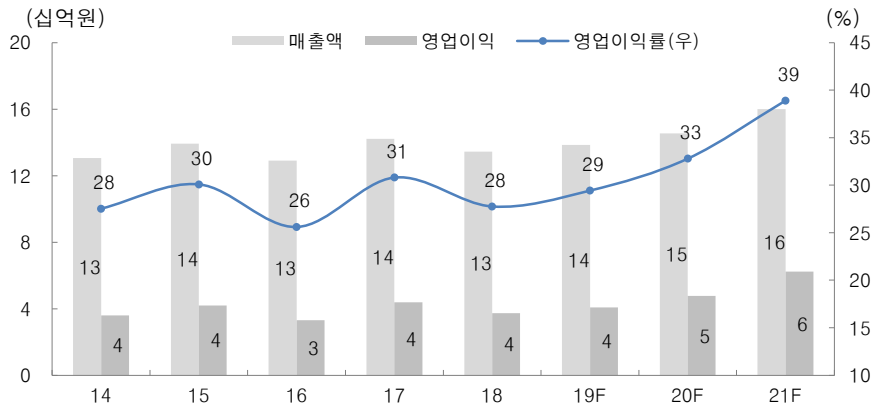
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	14	13	14	15	16
영업이익	4	4	4	5	6
세전순이익	11	5	5	6	7
총당기순이익	9	4	4	5	6
지배지분순이익	9	4	4	5	6
EPS	488	236	207	234	290
PER	0.0	39.8	44.6	39.5	31.8
BPS	6,725	7,430	6,537	6,730	6,980
PBR	0.0	1.3	1.4	1.4	1.3
ROE	7.5	3.4	3.2	3.5	4.2

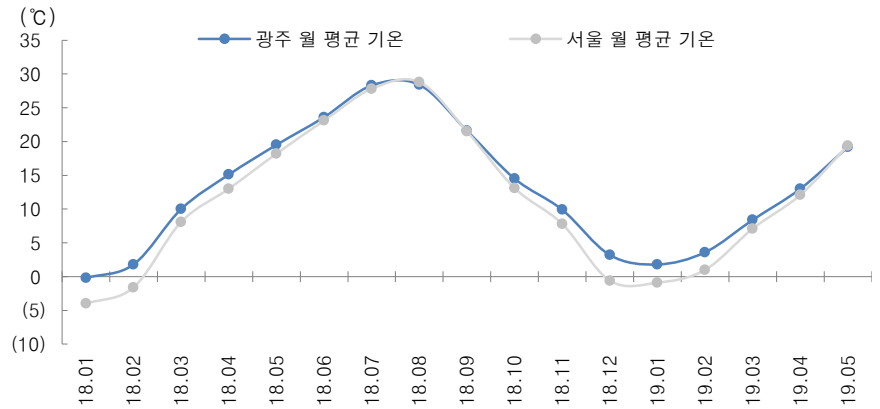
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 남화산업, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 남화산업 연간 실적 추이 및 전망



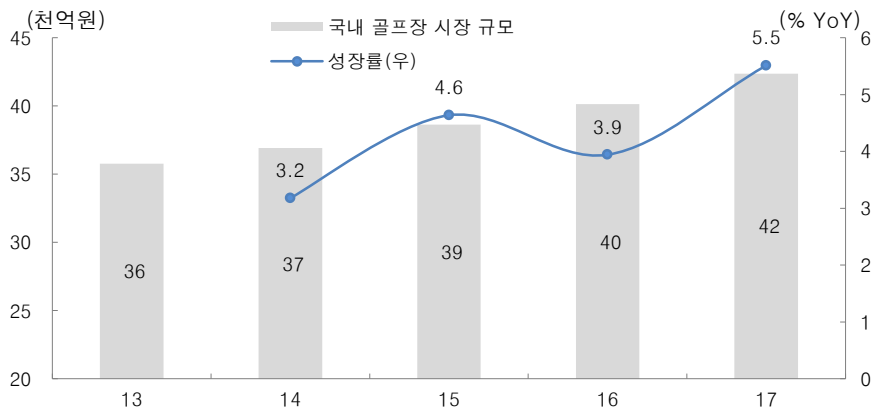
자료: 남화산업, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 서울과 광주광역시 평균 기온



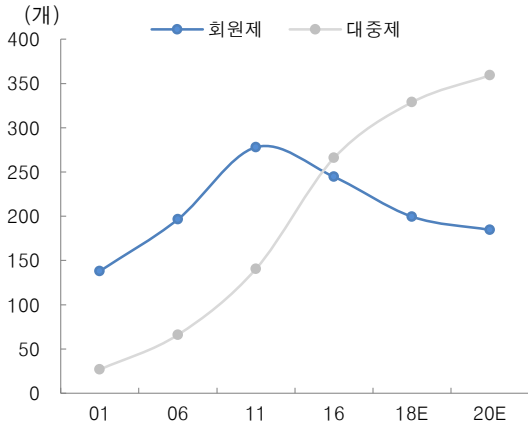
자료: 기상청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 국내 골프장 시장 규모 추이



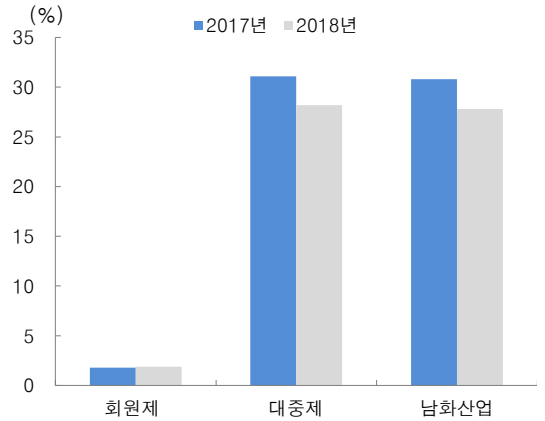
자료: 한국레저산업연구소, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 회원제 및 대중제 골프장수



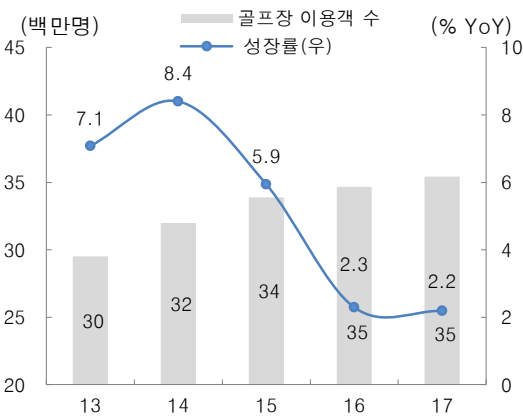
자료: 추정은 레저산업연구소, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 회원제 및 대중제 골프장 영업이익률



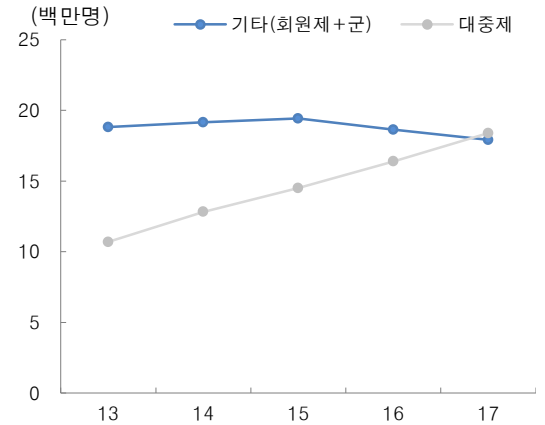
자료: 언론 보도자료, 한국레저산업연구소, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 국내 골프장 전체 이용객수 추이



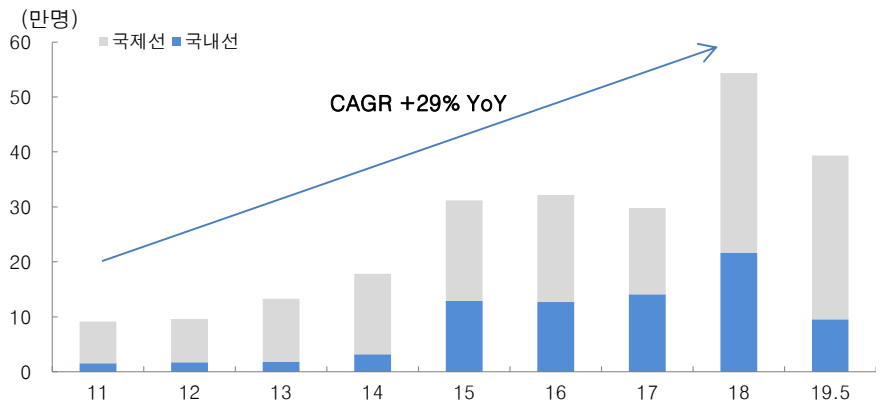
자료: 추정은 레저산업연구소, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 대중제 및 기타 골프장 이용객수 추이



자료: 레저산업연구소, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 무안국제공항 이용객 추이



자료: 한국공항공사, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	14	13	14	15	16
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	14	13	14	15	16
판매비외관리비	10	10	10	10	10
영업이익	4	4	4	5	6
영업이익률	30.8	27.8	29.4	32.8	38.9
EBITDA	6	5	5	7	9
영업외손익	6	1	1	1	1
관계기업손익	6	1	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
법인세비용차감전순이익	11	5	5	6	7
법인세비용	-2	-1	-1	-1	-1
계속사업순이익	9	4	4	5	6
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	4	4	5	6
당기순이익률	60.1	31.3	30.7	33.1	37.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	9	4	4	5	6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	9	6	4	5	6
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	9	6	4	5	6

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	488	236	207	234	290
PER	0.0	39.8	44.6	39.5	31.8
BPS	6,725	7,430	6,537	6,730	6,980
PBR	0.0	1.3	1.4	1.4	1.3
EBITDAPS	316	274	254	343	424
EV/EBITDA	NA	35.0	31.8	24.8	19.7
SPS	812	753	673	706	777
PSR	0.0	12.5	13.7	13.1	11.9
CFPS	336	264	300	388	470
DPS	100	40	40	40	40

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	10.1	-5.4	3.0	5.0	10.0
영업이익 증가율	32.5	-14.7	9.2	17.0	30.5
순이익 증가율	20.5	-50.7	0.9	13.0	24.2
수익성					
ROIC	8.2	7.7	7.9	8.0	9.0
ROA	3.5	2.7	2.8	3.2	4.0
ROE	7.5	3.4	3.2	3.5	4.2
안정성					
부채비율	11.2	9.6	9.3	9.1	8.8
순차입금비율	-8.6	-16.3	-17.5	-10.7	-12.1
이자보상배율	458.7	0.0	109.1	127.6	166.5

자료: 남화산업, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	11	22	24	15	18
현금및현금성자산	8	8	9	13	15
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2	14	14	2	2
비유동자산	120	124	124	136	139
유형자산	43	42	42	55	57
관계기업투자금	71	71	71	71	71
기타비유동자산	7	11	11	11	11
자산총계	131	145	147	151	156
유동부채	2	2	2	2	2
매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	1	1	1	1
비유동부채	11	11	10	10	10
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11	11	10	10	10
부채총계	13	13	13	13	13
자배지분	118	133	135	139	144
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	0	10	10	10	10
이익잉여금	114	117	120	124	129
기타지분변동	0	2	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	118	133	135	139	144
순차입금	-10	-22	-24	-15	-17

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7	5	6	7	9
당기순이익	9	4	4	5	6
비현금항목의 가감	-3	0	2	3	4
감가상각비	1	1	1	2	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-6	-1	0	0	0
기타	2	1	1	1	1
자산부채의 증감	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	0	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-2	-15	-1	-3	-5
투자자산	0	3	0	0	0
유형자산	-1	-1	-1	-15	-5
기타	-2	-17	0	12	0
재무활동 현금흐름	-1	9	-1	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	0	11	0	0	0
현금배당	0	-2	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	3	-1	2	3	3
기초 현금	5	8	8	9	13
기말 현금	8	8	9	13	15
NOPLAT	3	3	3	4	5
FCF	4	4	3	-9	2

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[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:이민영)

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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

남화산업(111710) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190622)									
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중립)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>87.0%</td> <td>11.9%</td> <td>0.0%</td> </tr> </tbody> </table>		구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)	비율	87.0%	11.9%	0.0%
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)								
비율	87.0%	11.9%	0.0%								
<p>제시일자 19.06.25</p> <p>투자의견</p> <p>목표주가</p> <p>과리율(평균.%)</p> <p>과리율(최대/최소.%)</p>		<p>산업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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 									
<p>제시일자</p> <p>투자의견</p> <p>목표주가</p> <p>과리율(평균.%)</p> <p>과리율(최대/최소.%)</p>		<p>기업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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 									
<p>제시일자</p> <p>투자의견</p> <p>목표주가</p> <p>과리율(평균.%)</p> <p>과리율(최대/최소.%)</p>											
<p>제시일자</p> <p>투자의견</p> <p>목표주가</p> <p>과리율(평균.%)</p> <p>과리율(최대/최소.%)</p>											