

Concerns about serious damage on shareholder value of Golfzon (2nd engagement letter)

Value Investment Div. in KB Asset Management

2018.03.17



국민의 평생
금융파트너

국민의 평생 자산운용 파트너
*b KB 자산운용

KB 금융그룹

Concerns about serious damage on shareholder value of Golfzon (Summary)

- ▶ Highly valuing Golfzon's market dominance, high ROE and excellent cash flow, KB has invested in Golfzon for the last 4 years and now holds 24% stake.
- ▶ KB sent a letter to the Golfzon on February 23, 2018, with questions about its cost structure and its questionable holding company.
- ▶ KB received an answer letter on March 9, 2018, which was not sufficient to the questions. To make matters worse, Golfzon announced its acquisition of Joymaru, which would seriously undermine shareholder value.

1. We ask for a formula that yields a brand royalty rate of 3.3%
2. We need an explanation of how new biz can increase the ROE of the company, which have never make profit before.
3. Joymaru transfer contract is believed to seriously undermine Golfzon's shareholder value. As a second largest shareholder, we officially request the withdrawal of the contract.
4. We ask again about shareholder policy to improve ROE.

CONTENTS

01. Open the formula that yields a brand royalty rate of 3.3%

02. Explain how new biz, which have never make profit before, can increase ROE

03. Stop the acquisition of Joymaru, which would seriously undermine shareholder value

04. Build a healthy shareholder policy



➤ Page 3 of the answer letter

➤ Summary of the answer

브랜드 로열티율 3.3%의 근거와 배경

■ 골프존 브랜드 로열티율이 타 그룹사 대비 높은 사유

- 타 그룹사는 주로 그룹의 명성을 전반적으로 활용하는데 반해, 「골프존」 브랜드는 그룹의 명성뿐만 아니라 당사의 주력사업인 스크린골프 시스템에
(1) 직접적으로 활용되는 상표로 볼 수 있습니다.
- 스크린 골프라는 시장에서 「골프존」이라는 상표가 가지는 브랜드 파워는
(2) 독점시장을 형성할 정도의 시장지배력이 있는 브랜드입니다.
- 지주사 분할 시 「골프존」의 객관적이고 합리적인 브랜드 가치를 평가하기 위하여 외부평가기관(삼정회계법인)에 의뢰를 하였으며, 외부평가기관의 평가결과도 이러한 산업의 특수성과 브랜드 파워를 반영하여 높은 브랜드 사용요율이 산정된 것으로 이해됩니다.

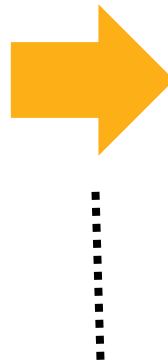
The royalty rate is high because
(1) it is a directly used brand, and
(2) it is a brand that monopolize the market

*Source: Answer letter from Golfzon

We also know that it is a trademark that is used directly and that has exclusive control. The point of our question is 'we would like to know the specific background and formula that led to the figure of 3.3%'

➤ Qualitative judgment

- (1) Directly used brand
- (2) Brand with exclusivity.



➤ Quantitative figure


3.3%

- 4.4 times higher than Hankook Tire (the 2nd highest rate)
- 13 times higher than B2C company average
- 11 times higher than the average of large corporations)

We need a description of the formula created by Golfzon and Samjung accounting corporation.

*Source: Fair Trade Commission, each company

▶ FTC survey on profit structure of holding company



보도자료

2018년 2월 28일(수) 배포

2018년 3월 2일(금) 조간부터 보도가능
방송·인터넷 매체는 3월 1일(목) 낮 12시

2018 평양 무역협상과 대외경제협력기금
하나된 열정 하나된 대한민국

기업집단국 지주회사과

담당과장: 정창욱(044-200-4855)

담당: 구성림 서기관(044-200-4860)
김이영 사무관(044-200-4861)

기업집단국 지주회사과

담당과장: 정창욱(044-200-4855)

담당: 구성림 서기관(044-200-4860)
김이영 사무관(044-200-4861)

지주회사 수익 구조에 대한 실태조사 착수

■ 공정거래위원회(위원장 김상조)는 지주회사의 수익 구조 파악을 위하여 **62개 지주회사**(2016년 말 기준 자산 규모 5,000억 원 이상 지주회사, 대기업집단 소속 지주회사는 5,000억 원 미만 7개 사 포함)을 대상으로 매출 현황에 관한 자료 제출을 요청했다.

□ **(추진 배경)** 지주회사는 당초 기업 구조 조정 촉진과 대기업집단의 소유지배 구조 투명성 제고를 위하여 설립이 허용*되었으나, 그간 경제력집중 우려가 지속적으로 제기되어 왔다.

* 지주회사는 '주식의 소유를 통해 국내회사의 사업 내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사(공정거래법 제2조 1의2호)'로서 적은 자본으로 과도한 지배력 확대를 초래하는 경제력 집중 우려에 따라 설립·전환 자체가 금지(1986년 12월)되었으나 1999년 2월 일정 요건 하에 제한적으로 설립이 허용됨.

○ 특히, 총수일이 지분이 집중된 지주회사가 자·손자회사 등 소속회사와의 거래를 통해 배당 외 편법적 방식으로 수익을 수취하여 사익편취, 지배력 확대 수단으로 악용되고 있다는 비판이 제기되어 왔다.

○ 국회에서도 지주회사의 부채 비율 제한, 주식 보유 비율 상향 등을 내용으로 하는 공정거래법 개정안*이 다수 발의되어 있는 상태이다.

* 박찬대의원(2016년9월2일), 차이배의원(2016년10월21일), 박동진의원(2017년6월23일)

⇒ 이에 따라, 지주회사에 대한 경제력 집중 억제 시책의 수립에 앞서 지주회사 수익 구조 등을 파악하기 위하여 실태조사를 실시하게 되었다.

□ **(조사 개요)** 행정조사 기본법 제5조*에 근거하여 진행되며, 조사 대상은 자산 규모 5,000억 원 이상 지주회사 62개 사(5,000억 원 미만 대기업집단 소속 지주회사 7개 사 포함)이다.

• 행정조사기본법 제5조(행정조사의 근거) 행정기관은 법령 등에서 행정조사를 규정하고 있는 경우에 한하여 행정조사를 실시할 수 있다. 다만, 조사대상자의 자발적인 협조를 얻어 실시하는 행정조사의 경우에는 그러하지 아니하다.

○ 조사 대상 지주회사의 자발적 협조를 받아 경제력 집중 억제 시책의 수립에 필요한 최소한의 범위 내에서 현황을 파악할 예정이다.

- 지주회사가 배당 외 수익을 통해 사익 편취, 편법적 지배력 확대 수단으로 악용되는지 여부를 객관적으로 판단할 수 있는 근거 자료를 요청했다.

- 조사 대상별로 자료 수집 범위를 차등화하여 기업의 자료 작성 부담을 최소화했다.

* 대기업집단 소속이 아닌 지주회사는 사익편취 규제 대상이 아니므로 배당외 수익에 대한 조사 내용을 대부분 제외함.

- 특히, 제도 개선에 필요한 정책 데이터 수집이 목적이므로 개인정보 또는 법 위반 혐의 포착으로 오인 가능한 개별 거래 정보는 요청 대상에서 제외했다.

< 조사 대상별 주요 조사 항목 >

구분	주요 조사 항목
대기업집단 소속 지주회사 (38개)	① 지주회사 및 자·손자회사 일반현황 ② 최근 5년간 지주회사의 매출유형(배당, 브랜딩수수료 , 부동산임대료, 경영컨설팅 수수료 기타)별 규모·비중 ③ 각 매출유형별 지주회사와 자·손자·증손회사와의 거래현황 (규모, 계약방식, 이사회의결 여부 등, 단, 거래조건은 제외)
기타 지주회사 (24개)	상기 조사항목에서 ③은 제외

* Source: Fair Trade Commission

Golfzon Newdin (Golfzon's holding company) is included in the FTC survey.

➤ FTC survey on profit structure of holding company (continued...)

붙임

조사대상 지주회사 (기타 지주회사)

(2016년 12월 31일 기준, 단위 : 백만원, %)

연번	지주사명	자산총액	연번	지주사명	자산총액
1	대교홀딩스	634,316	17	동아쏘시오홀딩스	835,961
2	농심홀딩스	573,761	18	사이렌홀딩스코리아	829,212
3	웅진	666,983	19	사이렌인베스트먼트 코리아	2,400,888
4	반도홀딩스	698,784	20	골프존뉴딘	561,893
5	키스코홀딩스	540,249	21	홈플러스홀딩스	3,329,303
6	동일홀딩스	580,100	22	홈플러스스토어즈	7,182,802
7	씨지앤코리아홀딩스	528,684	23	원익홀딩스	558,969
8	한미사이언스	663,801	24	에이피지코리아케이이	581,865
9	스마일게이트홀딩스	1,168,295			
10	삼양홀딩스	1,564,528			
11	대명화학	532,901			
12	에이케이홀딩스	525,540			
13	빅센	581,253			
14	유라	719,624			
15	삼표	839,845			
16	팔도	669,416			

* Source: Fair Trade Commission

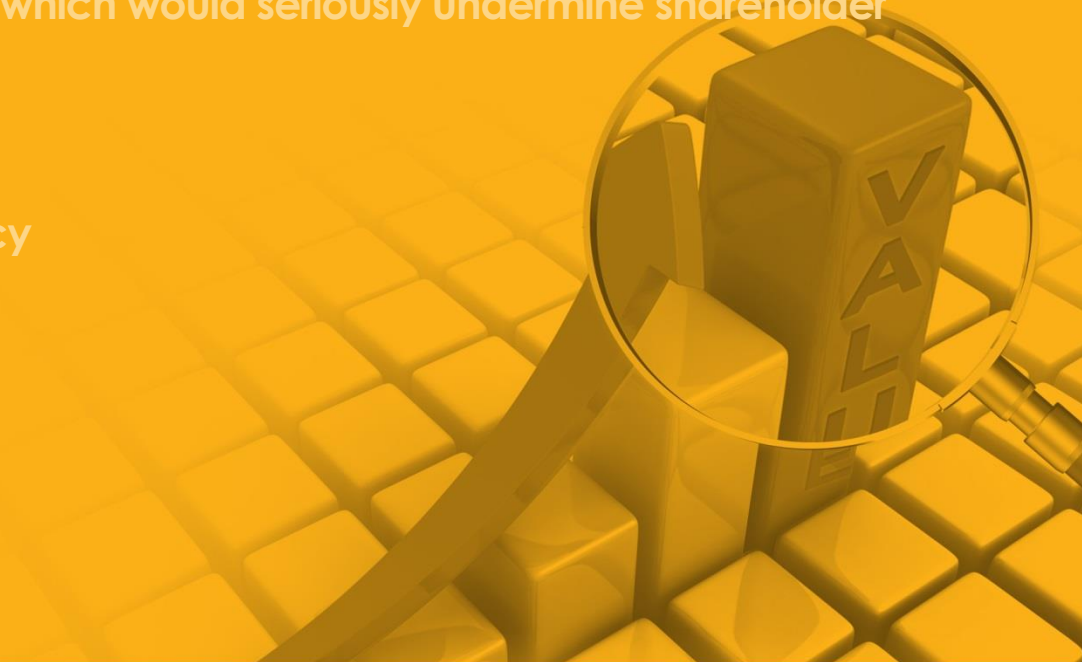
CONTENTS

01. Open the formula that yields a brand royalty rate of 3.3%

02. Explain how new biz, which have never make profit before, can increase ROE

03. Stop the acquisition of Joymaru, which would seriously undermine shareholder value

04. Build a healthy shareholder policy



➤ Golfzon's answer letter page 5

신규 사업을 통한 성장 모멘텀 확보

■ 신규 사업 추진 계획

1. 골프 아카데미 사업

- 당사는 GS 이외에 GDR이라는 골프 교육에 최적화된 시스템을 보유하고 있습니다.
- GDR에 기반하여 Global 파트너와 협업하여 최고 수준의 골프 교육 프로그램을 공급할 예정입니다.
- Global 파트너의 해외 네트워크를 활용하여 당사의 우수한 시스템을 판매할 계획입니다.

2. 골프 미디어 사업

- 당사는 지난 해 골프존미디어를 설립하여 올해 2월부터 스크린골프 방송을 송출하고 있습니다.
- 다양한 스크린골프 대회를 개최하고, 많은 골퍼의 참여를 유도할 수 있는 프로그램을 준비 중이며, 대회 개최에 따른 스폰서십 유치 및 중계권 판매까지 연계할 계획입니다.

3. 해외 사업 확대

- 성숙기에 진입한 국내 시장을 벗어나, 해외 시장으로 사업영역을 확대할 예정입니다.
- 중국, 베트남, 인도네시아 등 동남아국가를 대상으로 한 스크린골프 직영사업을 준비 중입니다.
- 해외 거주 한인거주 지역으로부터 시작하여 현지인 대상으로까지 확대해 나갈 계획입니다.

➤ Golfzon's answer letter page 6

신규투자계획

■ 조이마루 사업부 인수

▶ 대전 조이마루 사업부의 보유 역량

- 조이마루 사업부에서는 프로지망생을 대상으로 GDR을 활용한 아카데미 사업을 운영 중입니다.
- 조이마루 내 스크린골프 대회를 이미 개최하고 있는 장소가 마련되어 있으며, 대회 중계를 위한 시설 및 방송용 장비가 구비되어 있습니다.

▶ 신규 사업 추진을 위한 조이마루 사업부 인수

- 골프 아카데미 사업과 골프 미디어 사업을 당사의 재도약을 위한 모멘텀으로 활용할 계획입니다.
- 신규 사업에 조이마루 사업부의 역량이 더해지며 사업의 초기 안정화를 도모하는 한편, 매출 및 이익 신장을 통하여 궁극적으로 당사의 기업가치를 제고할 예정입니다.

➤ Summary

- (1) Golf academy business,
- (2) Golf media business,
- (3) Expansion of overseas business,
- (4) Joymaru acquisition

We will raise ROE through the above.

*Source: DART, Company IR

However, the four solutions are already existing biz. These have been proved to be difficult to secure profitability.

➤ Golfzon academy business

Golfzon used to run 14 academies with GDR, but they are now all closed.

Golfzon need a new strategy to retry academy biz, which once failed before

➤ Golfzon academy business

Golfzon Media is a newly established corporation in July, 2017 and focuses on screen golf broadcasting.

However, SBS Golf, which was established in 2001, have shown us that golf media is difficult to make profit.

-Golfzon media income statement

2) 당분기말 현재 종속기업의 요약 재무정보는 다음과 같습니다.

(단위: 천원)					
종속기업명	자산총액	부채총액	매출액	분기순손익	분기총포괄손익
(주)골프존네트웍스	28,170,104	15,363,134	58,510,277	2,330,914	2,330,914
(주)골프존미디어	887,306	-	-	(12,694)	(12,694)
스튜디오에스비(주)	575,587	56,476	2,096,179	429,261	429,261
GOLFZON America Inc.	1,752,816	881,924	832,273	(237,769)	(299,284)
GOLFZON Japan Co., Ltd.	5,650,007	1,074,625	5,660,583	763,520	704,374
GOLFZON China Co., Ltd.	2,500,793	717,363	1,622,269	(17,773)	(27,796)

-SBS Golf income statement

(Wbn)	FY14	FY15	FY16
Sales	49.7	49.3	50.4
OP	1.3	1.2	-1.0
NP	0.3	1.2	-0.8

*Source: DART, Company IR

Overseas sales are improving little by little, but they are still at breakeven points in terms of net profit

➤ Golfzon Overseas Business

➤ Golfzon Overseas Business P/L

3Q17 P/L

(단위: 천원)					
종속기업명	자산총액	부채총액	매출액	분기순손익	분기총포괄손익
(주)골프존네트웍스	28,170,104	15,363,134	58,510,277	2,330,914	2,330,914
(주)골프존미디어	887,306	-	-	(12,694)	(12,694)
스튜디오에스비(주)	575,587	56,476	2,096,179	429,261	429,261
GOLFZON America Inc.	1,752,816	881,924	832,273	(237,769)	(299,284)
GOLFZON Japan Co., Ltd.	5,650,007	1,074,625	5,660,583	763,520	704,374
GOLFZON China Co., Ltd.	2,500,793	717,363	1,622,269	(17,773)	(27,796)

Net income in deficit

(억원)	3Q17누적	FY16	FY15
매출액 Sales	82	84	79
당기순이익 Net income	4	-5	2

FY16 P/L

(단위:천원)					
종속기업명	자산총액	부채총액	매출액	당기순손익	당기총포괄손익
(주)골프존네트웍스	22,065,499	11,589,443	79,492,233	682,600	682,600
(주)골프존서비스(★1)	-	-	1,496,536	153,552	153,552
(주)스튜디오에스비	947,319	852,069	-	(4,750)	(4,750)
GOLFZON America Inc.	1,277,286	107,109	-	(36,803)	54,296
GOLFZON Japan Co., Ltd.	4,630,133	759,125	4,973,789	(296,997)	(28,424)
GOLFZON China Co., Ltd.	2,662,019	850,792	3,463,088	(203,780)	(263,104)

Net income in deficit

FY15 P/L

(단위:천원)					
종속기업명	자산총액	부채총액	매출액(★1)	당기순이익(★1)	당기총포괄이익(★1)
㈜골프존네트웍스	16,212,944	6,224,610	44,242,202	2,029,869	2,029,869
㈜골프존서비스	3,644,350	2,472,779	6,128,467	171,571	171,571
GOLFZON Japan Co., Ltd.	4,338,609	439,177	3,616,660	157,540	360,617
GOLFZON China Co., Ltd.	3,150,105	1,075,774	4,309,873	26,845	65,359

Net income around BEP

*Source: DART

CONTENTS

01. Open the formula that yields a brand royalty rate of 3.3%
02. Explain how new biz, which have never make profit before, can increase ROE
03. Stop the acquisition of Joymaru, which would seriously undermine shareholder value
04. Build a healthy shareholder policy



In particular, the acquisition of Joymaru brought us a serious concern as second largest shareholder

➤ Joymaru foreground and other facilities



* Source: Golfzon Homepage

Joymaru is just a commemoration project for Golfzon family. It's been three years since it opened the academy, range, and rental business, but the sales amount is W4.6bn. Considering its annual depreciation costs of W6.0bn, there is no operating value.

➤ Revenue of W4.6bn in Joymaru

영업양수 결정

1. 양수영업		조이마루 사업부		
2. 양수영업 주요내용		조이마루 사업부 일체 (골프아카데미사업, 멤버십 사업, 임대사업과 해당사업을 영위하기 위한 부동산 및 일체의 부대시설)		
3. 양수가액(원)		94,893,364,495		
- 영업전부의 양수 여부		예		
- 재무내용(원)		양수대상 영업부문(A)	당사전체 (B)	비중(%) (A/B)
	자산액	79,459,658,442	253,672,418,837	31.32
	매출액	4,613,431,611	200,105,320,596	2.31
	부채액	-	67,265,599,628	-
4. 양수목적		골프존 신규사업 추진을 위한 조이마루 사업부 양수		
5. 양수영향		조이마루 사업부 역량과 골프존 기존사업의 시너지에 기반한 사업 영역 확대 및 신규사업 추진으로 매출 및 손익 증대 기대		
6. 양수예정일자	계약체결일	2018년 03월 08일		
	양수기준일	2018년 04월 01일		
7. 거래상대방	회사명(성명)	주식회사 골프존뉴딘		
	자본금(원)	21,418,409,000		
	주요사업	지주사업		
	본점소재지(주소)	서울특별시 강남구 영동대로735		

➤ P/L of Joymaru

Considering annual sales of W4.6bn, annual depreciation of W6.0bn, and labor costs, administrative expenses,

-> Inevitable deficit biz

*Because there is no public information about Joymaru, sales are based on asset transfer disclosure, and depreciation is based on past IR meetings.

*Source: DART, Golfzon IR

The board, which has decided to pay W94.4bn to Joymaru (a loss-making business with sales of W4.6bn), is not doing its duty as a shareholders representative

CEO and CFO of Golfzon

□ 이사의 선임

가. 후보자의 성명 · 생년월일 · 추천인 · 최대주주와의 관계 · 사외이사후보자 여부

후보자성명	생년월일	사외이사 후보자여부	최대주주와의 관계	추천인
김용구	1974.07.03	-	없음	이사회
장성원	1970.10.24	-	없음	이사회
총 (2) 명				

나. 후보자의 주된직업 · 약력 · 해당법인과의 최근3년간 거래내역

후보자성명	주된직업	약력	해당법인과의 최근3년간 거래내역
김용구	골프존 CFO	골프존뉴딘 재경실장 (현) 골프존 CFO (현) 골프존뉴딘 CFO	없음
장성원	골프존유통 대표이사	유라클 CFO 골프존 대표이사 (현) 골프존뉴딘 이사 (현) 골프존유통 대표이사	없음

Joymaru privileged value of W94.9bn

영업양수 결정

1. 양수영업		조이마루 사업부		
2. 양수영업 주요내용		조이마루 사업부 일체 (골프아카데미사업, 멤버십 사업, 임대사업과 해당사업을 영위하기 위한 부동산 및 일체의 부대시설)		
3. 양수가액(원)		94,893,364,495		
- 영업전부의 양수 여부		예		
- 재무내용(원)		양수대상 영업부문(A)	당사전체 (B)	비중(% (A/B))
	자산액	79,459,658,442	253,672,418,837	31.32
	매출액	4,613,431,611	200,105,320,596	2.31
	부채액	-	67,265,599,628	-
4. 양수목적		골프존 신규사업 추진을 위한 조이마루 사업부 양수		
5. 양수영향		조이마루 사업부 역량과 골프존 기존사업의 시너지에 기반한 사업 영역 확대 및 신규사업 추진으로 매출 및 손익 증대 기대		
6. 양수예정일자	계약체결일	2018년 03월 08일		
	양수기준일	2018년 04월 01일		
7. 거래상대방	회사명(성명)	주식회사 골프존뉴딘		
	자본금(원)	21,418,409,000		
	주요사업	지주사업		
	본점소재지(주소)	서울특별시 강남구 영동대로735		

*Source: DART

The asset transfer contract is to bestow W93.4bn in cash asset of Golfzon to its holding company, which is more explicit than the 'other related expenses structure' mentioned in the first letter.

➤ FY17 Golfzon Financial Statement

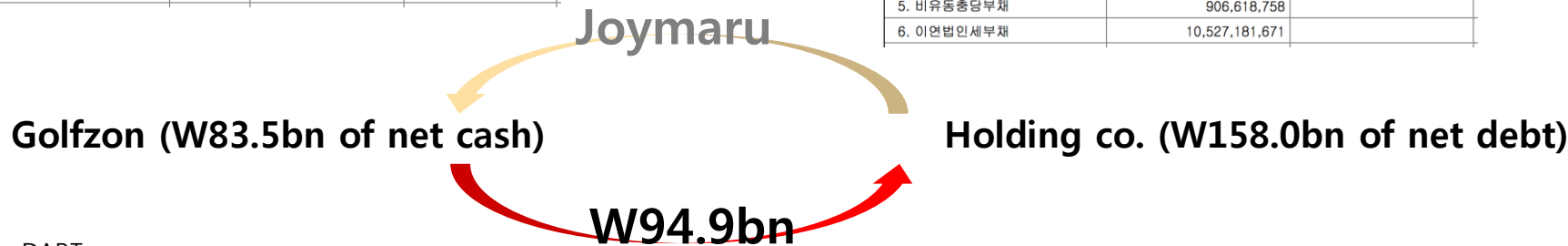
과목	주석	제 3(당) 기
자 산		
I. 유동자산		160,608,108,438
1. 현금및현금성자산	6,7,34	110,551,312,372
2. 단기금융자산	8,34	5,357,574,974
3. 매출채권및기타채권	9,31,34	29,594,100,387
4. 재고자산	10	13,130,013,029
5. 기타유동자산	11	1,975,107,676

부 채	주석	제 3(당) 기
I. 유동부채		51,918,380,742
1. 매입채무및기타채무	16,31,34	14,926,688,268
2. 차입부채	17,32,34	23,333,320,000
3. 총당부채	18	3,645,290,963
4. 당기법인세부채		3,543,502,523
5. 기타유동부채	19	6,469,578,988
II. 비유동부채		12,372,156,965
1. 장기기타채무	16,31,34	1,561,234,304
2. 장기차입부채	17,32,34	9,166,650,000
3. 비유동총당부채	18	1,641,136,076
4. 기타비유동부채	19	3,136,585
부 채 총 계		64,290,537,707

➤ FY17 Holding company Financial Statement

과목	제 18(당) 기말
자 산	
I. 유동자산	117,348,020,011
1. 현금및현금성자산	48,015,516,142
2. 단기금융자산	1,993,369,864
3. 매출채권및기타채권	7,627,948,350
4. 재고자산	40,345,794,106
5. 당기법인세자산	1,158,281,082
6. 기타유동자산	2,674,040,582
7. 매각예정자산	15,533,069,885

부 채	제 18(당) 기말
I. 유동부채	120,725,766,950
1. 매입채무및기타채무	16,231,635,644
2. 차입부채	86,932,857,132
3. 총당부채	95,650,241
4. 당기법인세부채	687,536,876
5. 기타유동부채	2,759,700,781
6. 매각예정부채	14,018,386,276
II. 비유동부채	134,862,539,761
1. 장기기타채무	2,047,830,158
2. 장기차입부채	121,107,142,875
3. 기타비유동금융부채	251,247,694
4. 기타비유동부채	22,509,605
5. 비유동총당부채	906,618,758
6. 이연법인세부채	10,527,181,671



*Source: DART

CONTENTS

01. Open the formula that yields a brand royalty rate of 3.3%

02. Explain how new biz, which have never make profit before, can increase ROE

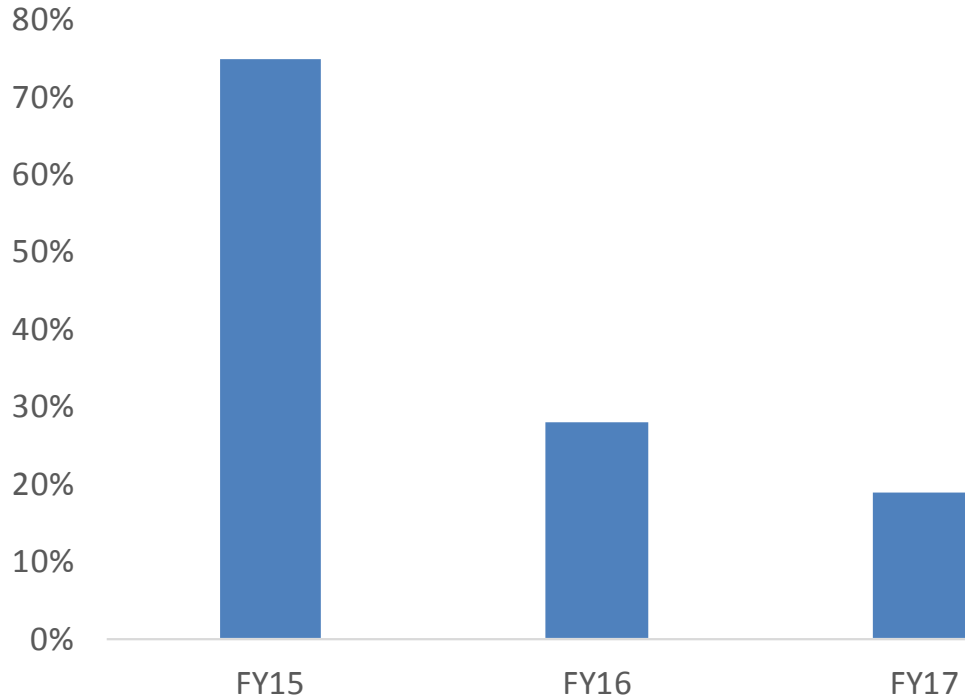
03. Stop the acquisition of Joymaru, which would seriously undermine shareholder value

04. Build a healthy shareholder policy



Our question in the first letter 'How to improve shareholder policy to defend ROE decline' was not confirmed by answer letter from Golfzon. Please present long term strategy to improve shareholder value.

➤ Golfzon payout ratio



➤ Payout ratio forecast after acquiring Joymaru

After Joymaru acquisition, its cash balance will change from net cash (W83.3 bn) to net debt (W -11.4bn).

In order to repay borrowings, Golfzon's dividend payout ratio is highly likely to fall further, and shareholder value is likely to deteriorate.

Please present long-term strategy to improve shareholder value

*This letter is a formal fiduciary responsibility implementation activity to comply with the stewardship code of KB Asset Management. It reports 'Fiduciary Responsibility Activities' of 'Stewardship Code' on the lower left of our website (<http://www.kbam.co.kr>). Please reply to the email address on the right side until March 23, 2018. Thank you. (junbeom.park@kbam.co.kr)

THANK YOU

국민의 평생 자산운용 파트너
*b KB 자산운용

국민의 평생
금융파트너

KB금융그룹

*b KB 자산운용

서울특별시 영등포구 여의대로 70 신한금융타워 25층(150-712)

www.kbam.co.kr

대표전화: 2167-8200