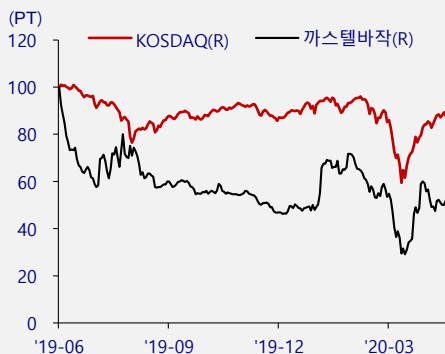


BUY(신규)

목표주가	15,000 원
현재주가	10,000 원
Upside	50.0 %
Key Data	2020 년 04 월 24 일
산업분류	코스닥 유통
KOSDAQ(pt)	632.96
시가총액 (억원)	660
발행주식수 (천주)	6,597
외국인 지분율 (%)	0.6
52 주 고가 (원)	19,250
저가 (원)	5,600
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.5
주요주주	(%)
패션그룹형지 외 2 인	70.5
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	67.5 -6.5 -
상대주가	27.1 -2.7 -

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 한유건

yghan@leading.co.kr

02-2009-7220

까스텔바작(308100)

3 월말부터 확연한 회복세

코로나 19 충격에서 회복

코로나 19 로 직격탄 맞은 패션, 유통업계 매출 회복세 진입

1) 롯데 아울렛: 주말 매출 증가율 4 월 1 주(+13%) → 2 주(+10%) → 3 주(+8%)

2) 현대 아울렛: 4 월 1 주(+11%) → 2 주(+22%) → 3 주(+7%) 수준으로 회복세 본격적으로 소비심리가 살아났다고 예단하기는 힘드나 야외 활동 인구 증가에 따른 아웃도어 매출은 바닥을 지나고 있다고 판단

투자포인트

1) **비효율 매장 철수:** 경쟁력 있는 유통망 중심으로 재편('18 년 200 개 매장 → '19 년 182 개 매장) 브랜드 관리를 위해 홈쇼핑 판매 등 저가 유통 지양, 수익성 개선을 위한 온라인 판매 비중 20~30%까지 확대 예정('19 년 6.1%)

2) **제품 라인업 확대:** 골프웨어 외 고급화 전략을 위한 캐주얼 라인업 런칭. 신규 제품 라인업 확대로 외형 성장과 골프웨어 부문에 집중되어 있는 매출비중 분산효과 하반기 가시화

3) **글로벌 진출 본격화:** 코로나 19 로 해외시장 매출이 부진했으나, 하반기 정상궤도에 진입할 것으로 예상. 중국 최대 골프용품 온라인 판매 1 위 업체 『100 골프(100golf.cn)』와 상품개발 및 물량 수주 완료된 상태, 본격적인 매장 전개 및 마케팅 진행 예정

4) **골프웨어 시장 성장세 지속:** 국내 골프 활동인구 비중 ('07 년 8.8% → '17 년 15.1%)로 꾸준히 증가세. 특히 여성 골프 유저 증가로 매출 비중 남성 골프웨어 매출 추월. '22 년 국내 골프웨어 시장은 6 조 3,350 억원으로 지속 성장 전망

투자의견 매수, 목표주가 15,000 원

2020 년 연결 실적은 매출액 854 억원(YoY+5.0%), 영업이익 103 억원(YoY+13.8%), 지배순이익 76 억원(YoY+10%)을 시현할 것으로 전망

하반기 성장, 계절적 성수기에 진입한 동사의 상황을 고려하면 주가 리레이팅 필요 투자의견 매수, 목표주가 15,000 원[ROE 9.2%, COE 8.2%, Target PBR 1.1 배]으로 커버리지 개시

구분	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액 (억원)	336	842	923	814	853
영업이익 (억원)	51	120	146	90	102
영업이익률 (%)	15.3	14.3	15.8	11.1	11.9
지배순이익 (억원)	-16	64	112	69	76
PER (배)	-	-	-	11.1	8.3
PBR (배)	-	-	-	1.0	0.8
ROE (%)	-7.2	13.0	19.6	9.9	9.5
EPS (원)	-426	1,655	2,800	1,083	1,145

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

기업 개요

패션 골프웨어 전문
브랜드 까스텔바작

2015 년 3 월 세계적으로 유명한 프랑스 디자이너 장 샤를 드 까스텔바작의 컬러 경쟁력, 독창적인 아트웍, “예빠야 골프다”를 슬로건으로 골프웨어를 런칭했다. 2016 년 8 월 패션그룹 형지로부터 사업부문을 물적 분할하여 (주)까스텔바작을 설립, 2019 년 6 월 코스닥 시장에 상장했다.

까스텔바작은 점퍼, 스웨터, 바지, 쿼츠 등 골프의류를 비롯하여 캐디백, 보스턴백, 모자 등 다양한 골프잡화를 제조, 판매하며 2019 년 기준 제품 별 매출비중은 골프의류(84.1%), 골프잡화(14.4%), 기타(1.5%) 순이다.

코로나 19 충격에서 회복 중

4 월 주요 아울렛 주말
매출 회복세

코로나 19 로 직격탄을 맞은 패션, 유통업계의 매출 회복세를 보이고 있다. 주요 아울렛 주말 매출을 살펴보면 롯데 아울렛은 전주 대비 4 월 1 주(13%) → 2 주(10%) → 3 주(8%)로 증가세를 이어갔고, 현대아울렛은 4 월 1 주(11%) → 2 주(22%) → 3 주(7%) 수준으로 회복세에 들어왔다. 본격적으로 소비심리가 살아났다고 예단하기는 힘들지만 날씨가 따뜻해지면서 야외 활동 인구가 증가하며 골프, 등산 등 아웃도어 매출 바닥은 지나가고 있는 것으로 파악된다.

4Q19 높은 평년기온
영향으로 실적 하락

동사는 2019 년 가격 및 브랜드 경쟁력 확보를 위해 가을상품 생산을 축소('18 년: 39.3% → '19 년: 22.1%) 하고 겨울상품 생산 비중('18 년: 60.7% → '19 년: 77.9%)을 늘렸다. 하지만 2019 년 4 분기 겨울철 성수기에 진입했음에도 불구하고 예상보다 높은 평년기온 영향으로 매출 하락세로 이어졌고, 2020 년 1 분기에는 코로나 19 가 주가에 악영향을 끼쳤다.

비대면 쇼핑 증가에 따른
온라인 판매 비중 확대

까스텔바작은 비효율 매장 철수('18 년 200 개 매장 → '19 년 182 개 매장)를 통해 경쟁력 있는 유통망 중심으로 재편했다. 특히 브랜드 관리를 위해 홈쇼핑 판매 등 저가 유통을 지양하고 사회적 거리두기, 비대면 쇼핑 증가에 따른 온라인 판매 확대와 온라인 채널 접근성 강화를 위해 ① 온라인 전용 상품기획 및 운영 ② 온라인 직접 운영 확대 ③ 국·내외 입점 채널 확대를 추진 중이다. 온라인 매출 비중은 2017 년 0.8%에서 2019 년 6.1%로 확대 되었고 중·장기적으로 20~30%까지 늘어날 것으로 예상된다.

유통 물량 운영 시스템
업그레이드로 원가
경쟁력 확보

비효율 매장 철수, 온라인 매출 확대는 고정비 절감, 저비용 고효율 유통구조로 변화하여 내실을 견고히 할 것으로 예상된다. 오프라인 유통 역시 물량 운영 시스템 업그레이드로 원가 경쟁력을 확보하여 수익성 개선으로 이어질 전망이다.

그림 1. 까스텔바작 주요 제품



CASTELBAJAC

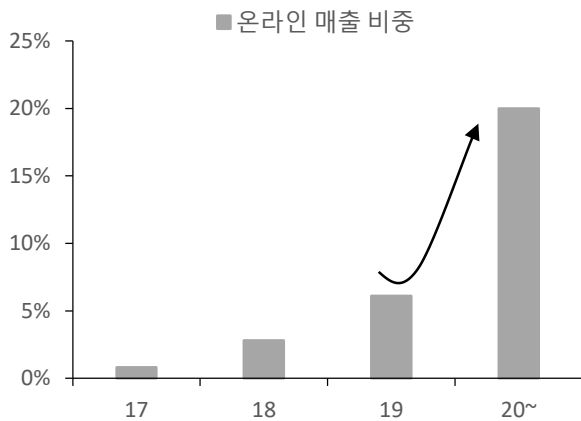
자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

그림 2. 까스텔바작 콜라보 제품



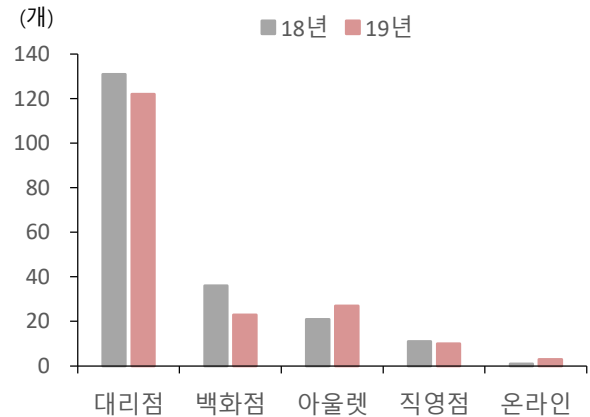
자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

그림 3. 온라인 매출 비중 확대



자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

그림 4. 비효율 점포 철수



자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

제품 라인업 및 글로벌 시장 확대

골프웨어 외 신규 캐주얼 라인업 런칭

까스텔바작은 골프웨어 외 고급화 전략을 위한 캐주얼 라인업을 런칭, 인큐베이팅을 시작으로 궁극적으로 프리미엄 백화점 진출을 목표로 한다. 신규 제품 라인업 확대는 외형 성장과 더불어 골프웨어 부문에 집중되어 있는 매출비중의 분산효과로 나타날 전망이다.

2018~2019 년 동사는 글로벌 주요 파트너사와 라이선스 계약을 통해 대만, 중국, 유럽 등 해외 시장 진출 교두보를 마련했다. 골프웨어는 대만의 『Kingbon』, 중국 『100 골프』와 각각 5 년 계약을 맺은 상태이며 특히, 100 골프는 중국 최대 골프용품 온라인 판매 1 위 업체이다. 이 밖에도 SANRIO 독일법인(Hello Kitty)와 브랜드 콜라보레이션을 위해 신규 라이선스 계약을 체결을 완료했다.

하반기 해외시장 진출 정상화 궤도 진입 예상

하지만 2020 년 전세계 코로나 19 사태로 인해 본격적으로 추진했던 해외시장 진출이 다소 딜레이 됐으나 최근 코로나 19 충격에서 벗어나며 하반기 정상궤도에 다시 진입할 것으로 예상된다. 중국 100 골프와 상품개발 및 물량 수주는 완료된 상태며 본격적인 매장 전개 및 마케팅이 진행될 예정이다.

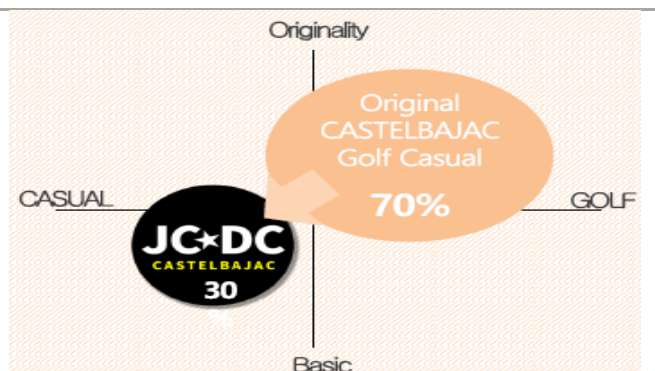
중국, 대만 등 범중화권 시장 진출 및 사업 안정화 이후 동남아시아 시장으로 범위를 확대해 나갈 계획이다. 브랜드 헤리티지를 발판으로 유럽, 북미 등 글로벌 플래그십 매장 오픈과 다양한 파트너사와의 콜라보 비즈니스를 계획 중이며 글로벌 마켓 진입을 통해 동사의 중·장기 외형 성장이 기대된다.

그림 5. 제품 라인업 추가



자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

그림 6. 캐주얼 제품 라인 매출 확대



자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

표 1. 글로벌 시장 진출 현황

구분	국가	업체명/계약체결	주요내용
골프	대만	킹본(Kingbon): '18년 3월 5년 계약 체결	유명 글로벌 브랜드 수입 및 운영 업체 피에르가르덴 캐주얼, 피에르 발망, 키본 등 라이선스 및 수입 브랜드 다수 전개
	중국	100골프(Beijing shire Trading): '19년 2월 5년 계약 체결	중국 최대 골프용품 온라인 판매 1위 업체 RYDERCUP, PGA 투어, 타이틀리스트 등 골프 브랜드 전개
캐주얼 / 슈즈	중국	이링쥬(Shanghai YLJ Fashion): '19년 2월 5년 계약 체결	중국 B2C 온라인 패션 부문 최고 운영 사업자 11개 해외 브랜드 온라인 독점 사업
	글로벌	코니글로벌: '19년 4월 10년 계약 체결	글로벌 시장 타깃 월드와이드 슈즈 전문업체 컨소시엄

자료: 카스텔바작, 리딩투자증권

골프웨어 시장 성장세는 지속

국내 골프웨어 시장 꾸준히 증가세

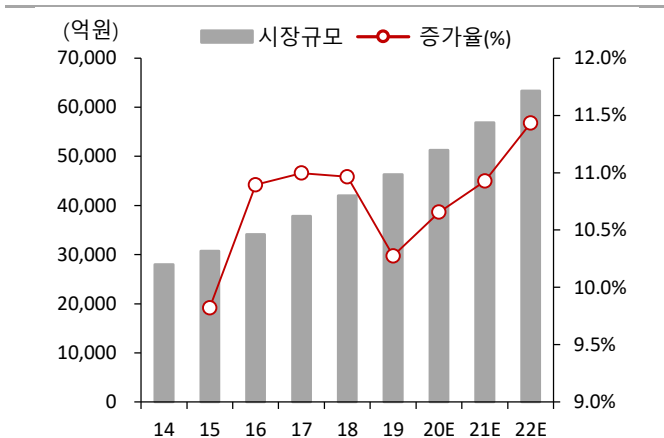
2019년 기준 국내 골프웨어 시장규모는 4조 6,315 억원으로 전년대비 10.3% 증가했다. 2007년 국내 골프 경험인구는 275 만명에 불과했으나 2017년에는 761 만명으로 연평균 증가율은 40%에 이른다. 20세 이상 인구 대비 골프 경험인구는 2007년 9.6% → 2017년 18.1%, 골프 활동인구는 2007년 8.8% → 2017년 15.1% 꾸준히 증가세를 나타내고 있다. 2022년 국내 골프웨어 시장은 6조 3,350 억원을 형성할 것으로 전망한다.

여성 골프 유저 증가로 패션 골프웨어 산업 성장 견인

골프 활동인구 증가는 골프웨어 시장 성장과 궤를 같이 했고 특히 여성 골프 유저의 증가로 인해 2017년 주요 골프 브랜드의 여성 골프웨어 매출 비중이 51%로 남성 골프웨어 매출을 넘어섰다. 카스텔바작의 여성 골프웨어 매출 비중은 55%로 르꼬그, 먼싱웨어 다음으로 높다.

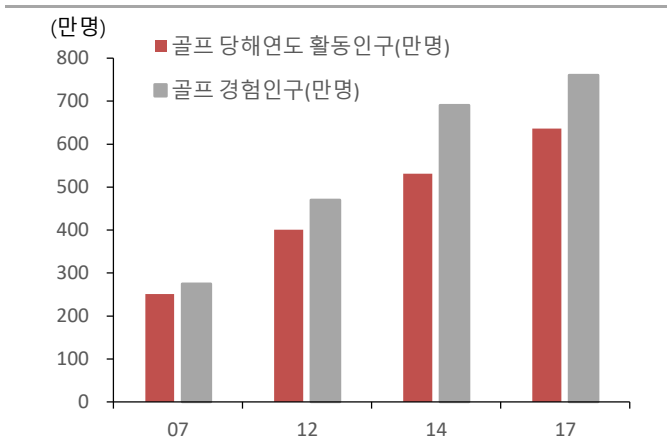
과거와는 달리 현재 골프는 대중적인 스포츠로 자리매김하고 있고, 진입장벽 또한 상당히 낮아졌다. 국내 골프 유저는 매년 10% 이상 증가할 것으로 예상되며 특히 여성 골프 유저의 증가는 패션 골프웨어 산업의 추가적인 성장을 견인할 것으로 기대된다.

그림 7. 국내 골프웨어 시장규모



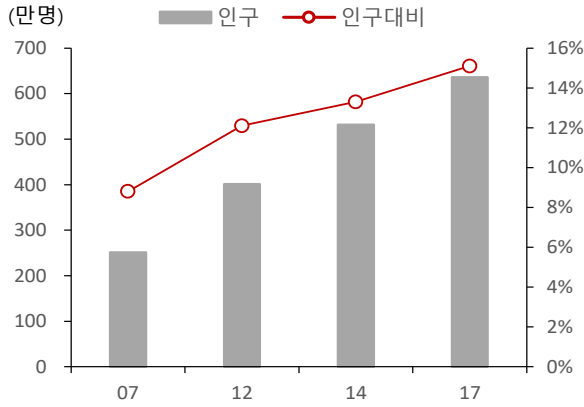
자료: 한국레저산업연구소, 리딩투자증권

그림 8. 골프 경험인구 및 활동인구 추이



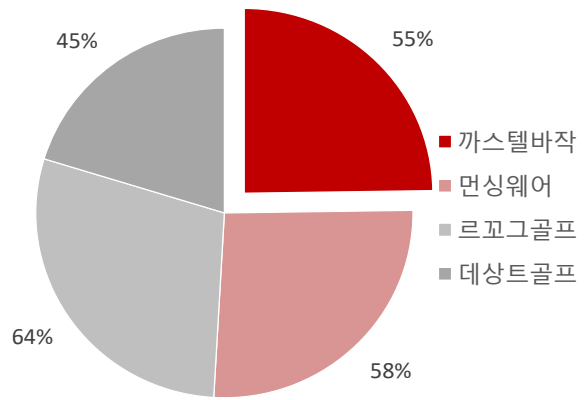
자료: 대한골프협회, 리딩투자증권

그림 9. 국내 골프 활동인구 추이



자료: 대한골프협회, 리딩투자증권

그림 10. 주요 골프의류 여성복 매출 비중



자료: 언론, 리딩투자증권

투자의견 매수, 목표주가 15,000 원

'20년 예상 매출액
854 억원 (YoY +5.0%),
영업이익 103 억원
(YoY +13.8%, OPM 12%)
전망

카스텔바작 2020년 예상 실적은 매출액 854 억원(YoY+5.0%), 영업이익 103 억원(YoY+13.8%), 지배순이익 76 억원(YoY+10%)을 시현할 것으로 전망한다. ① 코로나 19 충격에서 벗어나 소비심리 개선에 따른 매출 평년 수준 회복 ② 골프 활동 인구의 지속적인 유입과 여성 골프 유저의 증가 ③ 제품 라인업 확대 및 해외 진출 본격화는 동사의 외형 확대와 실적 개선으로 이어질 전망이다.

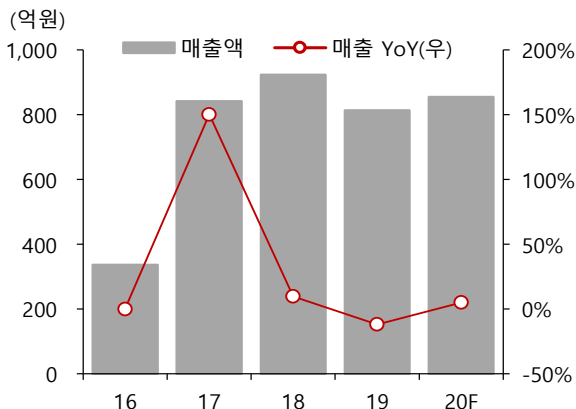
하반기 해외매출 확대 및 계절적 성수기에 진입한 동사의 상황을 고려하면 현 주가 레벨은 싸다. 투자의견 매수, 목표주가 15,000 원[ROE 9.2%, COE 8.2%, Target PBR 1.1 배]으로 커버리지를 개시한다.

그림 11. 카스텔바작 실적 추이 및 전망

단위:억원	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	18	19	20E
매출액	167	252	198	306	181	255	164	213	173	231	196	254	923	814	854
영업이익	7	45	34	60	10	46	22	12	14	30	22	35	146	90	103
지배순이익	6	36	27	44	8	37	16	8	11	23	16	26	112	69	76
영업이익률	4.1%	18.1%	17.1%	19.4%	5.3%	18.2%	13.2%	5.8%	8.4%	13.2%	11.0%	13.9%	15.8%	11.1%	12.0%
지배순이익률	3.4%	14.2%	13.4%	14.4%	4.5%	14.4%	9.4%	4.0%	6.2%	9.9%	8.1%	10.3%	12.1%	8.4%	8.8%

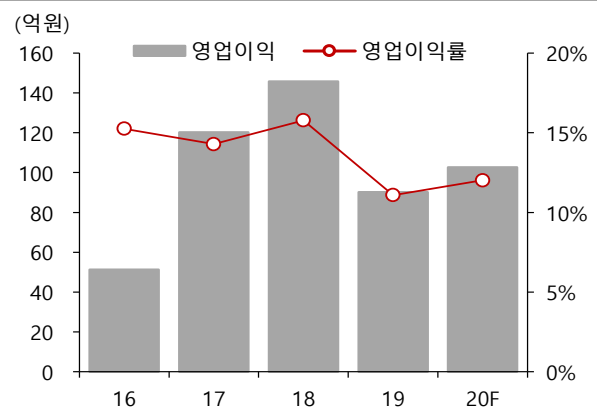
자료: 카스텔바작, 리딩투자증권

그림 12. 매출액 및 매출액 성장률 추이



자료: 카스텔바작, 리딩투자증권

그림 13. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 카스텔바작, 리딩투자증권

표 2. 까스텔바작 Valuation Table

구분	2019 년	2020 년	2021 년
EPS(원)	1,083	1,145	1,209
BPS(원)	12,085	12,769	13,978
PBR(고)	1.7	-	-
PBR	0.8	-	-
PBR(저)	0.8	-	-
ROE	10%	9.4%	9.0%
적용 ROE	9.6%	9.2%	9.0%
적용 COE	8.2%	8.2%	8.2%
Target PBR(배)	1.2	1.1	1.1
적용 BPS(원)	12,427	13,373	13,978
목표주가(원)	14,300	15,000	15,400
증가(04.24)		10,000	
상승여력		50%	

자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
자산총계	638	649	793	890	1,059
유동자산	433	480	629	662	787
현금및현금성자산	39	42	140	151	180
단기금융자산	0	0	0	5	6
매출채권및기타채권	73	86	109	100	120
재고자산	312	350	349	371	442
비유동자산	205	169	164	228	271
장기금융자산	0	0	0	50	60
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	31	24	22	25	30
무형자산	152	119	118	131	156
부채총계	182	130	165	123	217
유동부채	175	109	142	99	118
단기차입부채	59	0	0	8	10
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	94	88	120	78	93
비유동부채	7	21	23	24	98
장기차입부채	0	0	0	3	3
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	456	519	628	767	842
지배주주지분*	456	519	628	767	842
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동으로인한현금흐름	-71	64	107	21	93
당기순이익	-16	64	112	69	76
현금유입(유출)이없는수익	71	87	30	46	51
자산상각비	3	8	9	20	26
영업자산부채변동	-125	-69	-7	-67	-9
매출채권및기타채권	-49	-13	-23	9	-19
재고자산감소(증가)	-95	-61	15	-29	-71
매입채무및기타채무	10	-9	39	-35	15
투자활동현금흐름	-215	-2	-9	-69	-67
투자활동현금유입액	0	1	0	3	65
유형자산	0	1	0	0	0
무형자산	0	0	0	1	46
투자활동현금유출액	215	3	9	72	132
유형자산	4	2	7	3	31
무형자산	151	1	0	14	71
재무활동현금흐름	325	-59	0	60	2
재무활동현금유입액	450	0	0	70	5
단기차입부채	0	0	0	0	4
장기차입부채	0	0	0	0	1
재무활동현금유출액	125	59	0	10	3
단기차입부채	125	59	0	0	3
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	0	-0	0
현금변동	39	3	98	12	29
기초현금	0	39	42	140	151
기말현금	39	42	140	151	180

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	336	842	923	814	853
매출원가	101	275	340	312	325
매출총이익	235	566	583	501	528
판매비와관리비	184	446	437	411	426
영업이익	51	120	146	90	102
EBITDA	55	128	155	110	128
비영업손익	-65	-35	-0	-2	-1
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	2	1	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-0	0	-0	-0	-0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-63	-34	-0	-2	-1
세전계속사업이익	-14	85	146	88	101
법인세비용	2	22	33	19	26
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	-16	64	112	69	76
지배주주순이익*	-16	64	112	69	76
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	0	-0	0	-0	-0
총포괄손익	-16	63	112	69	75

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	-426	1,655	2,800	1,083	1,145
BPS*	11,876	13,519	15,674	12,085	12,765
CFPS	-1,859	1,676	2,668	324	1,409
SPS	8,757	21,915	23,054	12,823	12,938
EBITDAPS	1,420	3,345	3,864	1,740	1,945
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	-	0.0	0.0	9.0	8.8
PBR*	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8
PCFR	-	0.0	0.0	30.2	7.1
PSR	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	0.3	-0.0	0.0	5.6	5.2
재무비율					
매출액증가율	0.0	150.3	9.7	-11.9	4.9
영업이익증가율	0.0	134.4	21.2	-38.1	12.9
지배주주순이익증가율*	0.0	흑전	76.4	-38.7	10.0
매출총이익률	69.9	67.3	63.1	61.6	61.9
영업이익률	15.3	14.3	15.8	11.1	11.9
EBITDA이익률	16.2	15.3	16.8	13.6	15.0
지배주주순이익률*	-4.9	7.6	12.1	8.4	8.9
ROA	16.1	18.7	20.2	10.7	10.5
ROE	-7.2	13.0	19.6	9.9	9.4
ROIC	25.0	18.8	23.3	13.3	12.9
부채비율	39.9	25.0	26.2	16.1	25.7
차입금비율	12.9	0.0	0.0	1.4	1.5
순차입금비율	4.4	-8.1	-22.2	-19.0	-20.6

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

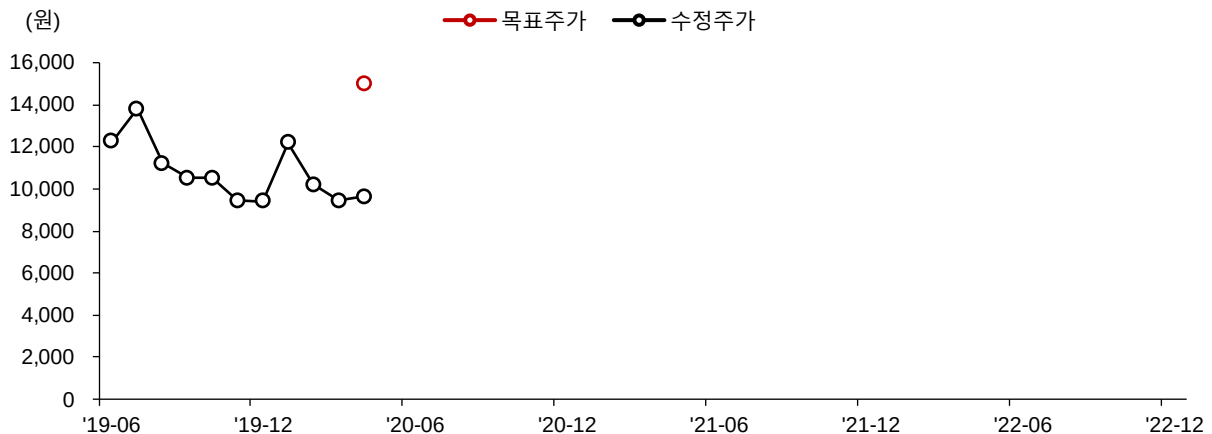
▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

까스텔바작(308100)

일자	2020-04-27
투자의견	BUY(신규)
목표주가	15,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%