

BUY(TP 상향)

목표주가	17,400 원
현재주가	11,400 원
Upside	53.0 %
Key Data	2020년 07월 14일
산업분류	코스닥 유통
KOSDAQ(pt)	778.39
시가총액 (억원)	752
발행주식수 (천주)	6,597
외국인 지분율 (%)	1.0
52 주 고가 (원)	19,250
저가 (원)	5,600
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.3
주요주주	(%)
패션그룹형지 외 2인	70.5
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-2.2 -9.9 -15.2
상대주가	-5.4 -20.7 -25.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 한유건
yghan@leading.co.kr
02-2009-7220

까스텔바작(308100)

10년 만에 찾아온 골프 부킹 대란

투자의견 매수, 목표주가 17,400 원

- '20년 2분기 예상 연결 실적은 매출액 236 억원(YoY-7%, QoQ+106%), 영업이익 41 억원(YoY-11%, QoQ 흑전), 지배순이익 32 억원(YoY-13%, QoQ 흑전)으로 1분기 대비 큰 폭의 개선된 실적 달성 전망
- 2분기 코로나 19 영향에도 불구하고 5월 연휴, 재난지원금 사용 혜택 및 골프장 이용고객 증가로 1분기 어닝쇼크에서 탈피할 것으로 예상
- 현재 해외여행이 제한적인 상황이 지속됨에 따라 언택트 레저인 골프로 2030 세대 유입이 빠르게 증가하고 있음을 고려하면 동사가 주력으로 영위하는 골프웨어 및 골프용품 판매는 하반기에도 긍정적으로 이어질 가능성이 높다고 판단됨
- 하반기 신사업 추진 본격화로 외형 성장이 기대됨에 따라 Target PBR 1.3 배를 적용[Fwd 12M ROE 10.1%, COE 7.8%]하여 목표주가 17,400 원으로 상향 조정

골프시장은 호황

- 코로나 19로 해외여행이 자유롭지 못한 상황 전개로 언택트 야외활동인 골프가 새로운 여가생활로 급부상
- 전년동기(3월~5월) 대비 노캐디 골프장 예약 건수 53.7% 증가('19년 709건 → '20년 1,090건) 억눌려 있던 레저 욕구 폭발로 2030 세대의 골프시장 유입 증가
- 미국도 경제 재개 후, 점진적으로 줄어들고 있었던 골프 이용객이 재차 증가하기 시작(기존 3,400만명 → 3,700만명으로 확대될 전망)
- 골프의 대중화로 인해 국내 퍼블릭 골프장 증가 추세('14년 249개 → '19년 330개) 골프 관련 사업을 영위하는 동사에게 긍정적인 시장 흐름은 지속되고 있음

외형 확대를 위한 하반기 신사업

- 비골프웨어 확대:** 동사 브랜드내 고급 라이프웨어 라인 신규 구성으로 비골프웨어 비중 지속적으로 확대할 예정. 신규 브랜드 런칭보다 시간/비용 측면에 있어 상대적으로 효율적
- 홈쇼핑 전용상품 런칭:** 홈쇼핑 전용 상품개발 중에 있으며 기존 유통경로와는 차별화된 방식으로 하반기 홈쇼핑 직접 진출 예정. 예상시점은 4분기이며 매출 기여도는 '19년 매출액 기준 5% 수준으로 당사는 추정
- 해외판매 확대:** 대만시장 공략을 위해 자체 E-Commerce 물 오픈 예정이며 오프라인 매장 또한 확대할 방침(기존 6곳 → 예정 12곳) 특히, 중국 티몰 글로벌 스토어 입점을 동시에 추진 중으로 구체화되는 시기는 4분기 정도로 예상

구분	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (억원)	923	814	781	875	936
영업이익 (억원)	146	90	96	124	134
영업이익률 (%)	21.2	-38.1	6.1	29.7	7.7
지배순이익 (억원)	112	69	75	97	104
PER (배)	-	9.0	10.2	7.8	7.3
PBR (배)	-	0.8	0.9	0.8	0.7
ROE (%)	19.6	9.9	9.3	10.9	10.5
EPS (원)	2,800	1,083	1,131	1,466	1,581

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

실적 전망

'20년 2분기 연결 실적
흑자전환 전망

'20년 2분기 예상 연결 실적은 매출액 236 억원(YoY-7%, QoQ+106%), 영업이익 41 억원(YoY-11%, QoQ 흑전), 지배순이익 32 억원(YoY-13%, QoQ 흑전)으로 1분기 대비 큰 폭의 개선된 실적을 시현할 것으로 전망한다. 2분기 동사는 코로나 19 영향에도 불구하고 5월 연휴, 재난지원금 사용 혜택 및 골프장 이용객 증가로 1분기 어닝쇼크에서 탈피할 것으로 예상한다.

하반기 신사업 추진
본격화로 외형성장 기대

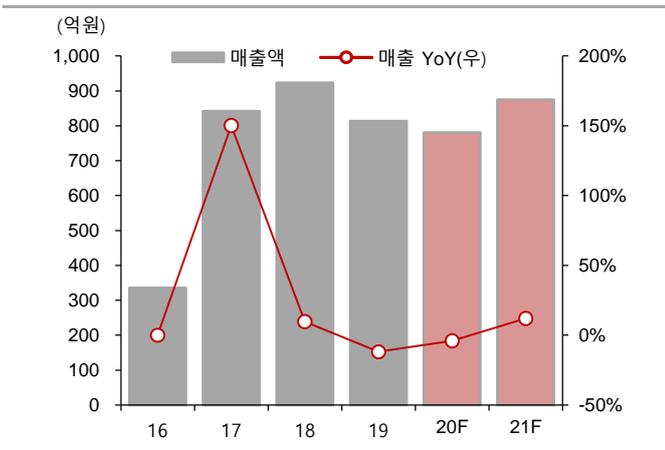
동사는 하반기 1) 홈쇼핑 런칭 2) 3040 애슬레저/스트릿 캐주얼 등 비골프웨어 라인 확장 3) 온라인 전용 상품 출시 4) 해외판매 비중 확대(대만 E-Commerce 오픈 및 오프라인 매장 기존 6곳 → 12곳으로 확대)를 계획하고 있으며 이에 따른 외형 성장이 기대됨에 따라 Target PBR 1.3 배 [Fwd 12M ROE 10.1%, COE 7.8%]를 적용, 목표주가 17,400 원으로 상향 조정한다.

표 1. 가스텔바작 실적 추이 및 전망

단위:억원	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	19	20E	21E
매출액	181	255	164	213	115	236	180	251	187	254	189	245	814	781	875
영업이익	10	46	22	12	-4	41	27	32	16	45	30	33	90	96	124
지배순이익	8	37	16	8	-3	32	21	25	13	36	22	26	69	75	97
영업이익률	5.3%	18.2%	13.2%	5.8%	-3.9%	17.5%	15.1%	12.6%	8.4%	17.9%	15.8%	13.5%	11.1%	12.2%	14.2%
지배순이익률	4.5%	14.4%	9.4%	4.0%	-3.0%	13.5%	11.8%	9.9%	6.7%	14.2%	11.8%	10.5%	8.4%	9.5%	11.1%

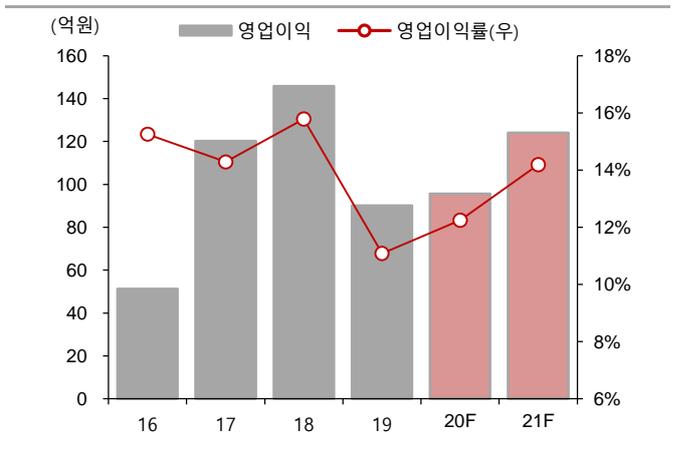
자료: 가스텔바작, 리딩투자증권

그림 1. 매출액 및 매출액 성장률 추이



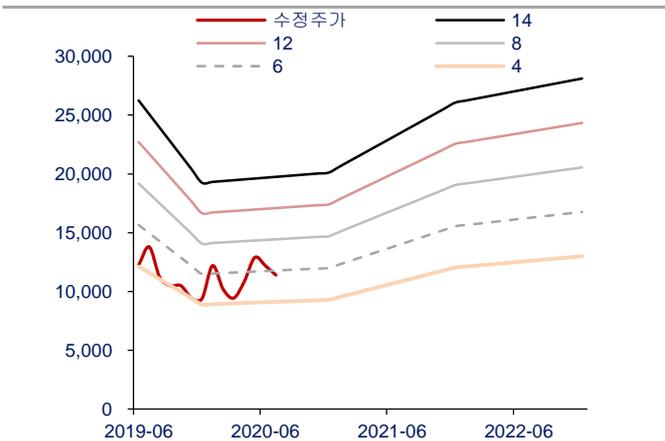
자료: 가스텔바작, 리딩투자증권

그림 2. 영업이익 및 영업이익률 추이



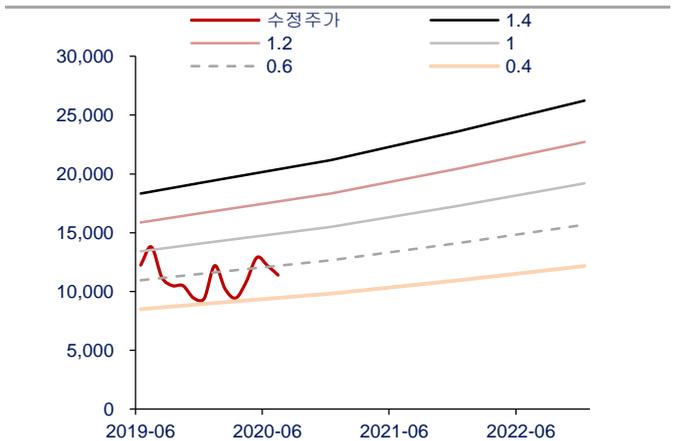
자료: 가스텔바작, 리딩투자증권

그림 3. PER Band Chart



자료: 가스텔바작, 리딩투자증권

그림 4. PBR Band Chart



자료: 가스텔바작, 리딩투자증권

표 2. 까스텔바작 Valuation Table

구분	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(원)	1,083	1,131	1,466	1,581
BPS(원)	12,085	12,757	14,222	15,803
PBR(고)	1.7	-	-	-
PBR	0.8	-	-	-
PBR(저)	0.7	-	-	-
ROE	9.9%	9.3%	10.9%	10.5%
적용 ROE	9.6%	10.1%	10.7%	10.5%
적용 COE	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
Target PBR(배)	1.2	1.3	1.4	1.3
적용 BPS(원)	12,421	13,489	14,222	15,803
목표주가(원)	15,200	17,400	19,500	21,300
증가(07.14)		11,400		
상승여력		53%	71%	87%

자료: 까스텔바작, 리딩투자증권

코로나 19 가 가져다 준 골프 현황

1) 신규 골프 이용객 유입

연택트 야외활동인 골프의 여가생활 급부상

코로나 19 로 “사회적 거리두기” 라는 신종 용어의 탄생과 함께 외출 및 모임을 자제하는 사회적 분위기가 형성됨에 따라 스포츠/레저 산업 관련 업종의 충격은 컸다. 국내 코로나 19 는 중국에 이어 빠르게 감염자 수가 줄어들었음에도 불구하고 해외여행(해외골프 투어 포함)이 자유롭지 못한 상황이라 접촉을 최소화 할 수 있는 연택트 야외활동인 골프가 새로운 여가생활로 급부상하고 있다.

국내 노캐디 골프장 예약 건수 YoY+53.7%

엑스골프 자료에 의하면 국내 노캐디 골프장 세 곳의 3 월~5 월 예약 건수는 전년대비 53.7% 증가했으며(‘19 년 709 건 → ‘20 년 1,090 건) 300 여개 일반 골프장 대상으로는 11.1% 증가했다(‘19 년 11 만 9,841 건 → ‘20 년 13 만 3,088 건)

트렌디한 2030 세대의 골프시장 유입 증가

사실 코로나 19 이전부터 국내 골프시장은 꾸준히 성장하는 추세였다. 2007 년 국내 골프 경험인구는 275 만명에 불과했으나 ‘17 년에는 761 만명으로 연평균 증가율은 40%에 이른다. 20 세 이상 인구 대비 골프 경험인구는 ‘07 년 9.6% → ‘17 년 18.1%, 골프 활동인구는 ‘07 년 8.8% → 2017 년 15.1% 꾸준히 증가세를 나타내고 있다. 이번 코로나 19 사태는 트렌디한 2030 계층을 골프시장으로 유입 시킨 계기가 된 것으로 파악되며 골프 활동인구는 코로나 19 종료 후에도 큰 감소 없이 유지될 가능성이 높다.

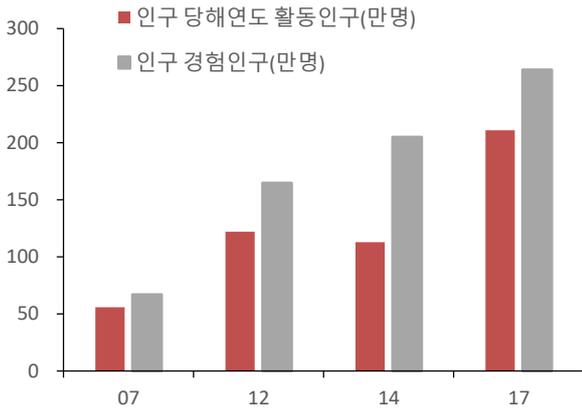
미국도 경제재개 이후 신규 골퍼 유입 증가

국내뿐만 아니라 미국도 경제재개 이후 늘려있던 젊은 층의 레저 욕구가 폭발적으로 증가하면서 신규 골퍼 유입이 크게 증가하고 있다. 美 골프용품 업계의 매출도 5 월을 기점으로 증가 추세에 있다. 스포츠용품 업체 디스 스포팅 굿즈의 5 월 매출은 전년동기 대비 250% 증가했다. 경제 재개와 보복적 소비 수요 증가뿐만이 아니라 신규 골퍼의 유입이 큰 역할을 했다.

미국 골프 유저 3,700 만명까지 확대 추산

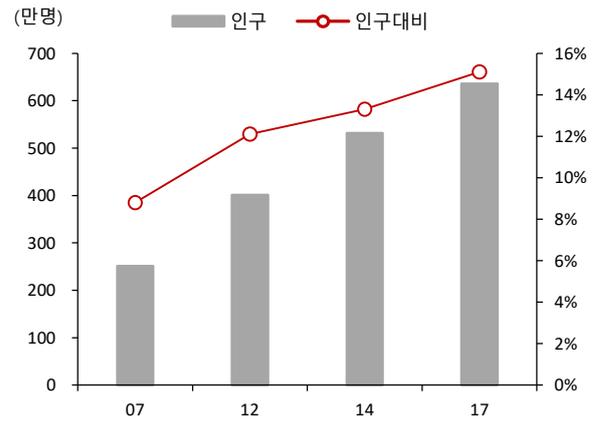
‘19 년 기준 미국의 골프 유저는 2,430 만명이며 indoor 골프 유저 990 만명 합산 시 총 3,420 만명에 이른다. 그간 점진적으로 하락하고 있었던 골프 유저는 ‘20 년 코로나 19 영향에 따른 신규 골프 유저 유입으로 3,700 만명까지 확대될 것으로 추산된다.

그림 5. 국내 골프 활동인구 및 경험인구



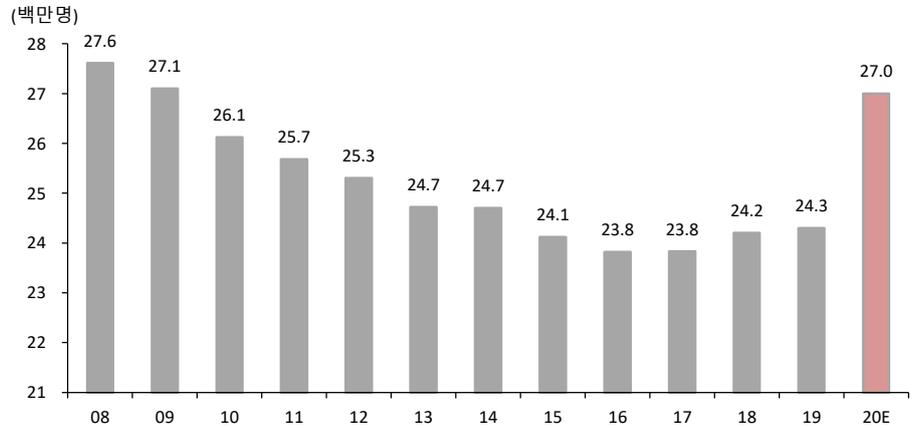
자료: 한국레저산업연구소, 리딩투자증권

그림 6. 전체 인구대비 골프 활동인구



자료: 대한골프협회, 리딩투자증권

그림 7. 미국 골프 이용객 연도별 추이 및 전망



자료: Statista, 리딩투자증권
참고: Indoor 골프 유저는 합산에서 제외한 수치

2) 골프장 영업이익률 상승

퍼블릭 골프장 2014년 대비 33% 증가

최근 골프장의 이익률 상승세에도 주목해야 할 필요가 있다. 금융위기 이후 회원제 골프장은 '14년 227 개에서 2019년 169 개로 줄어들었으나 퍼블릭 골프장 수는 오히려 '14년 249 개 대비 33% 증가한 330 여개로 증가 추세다.

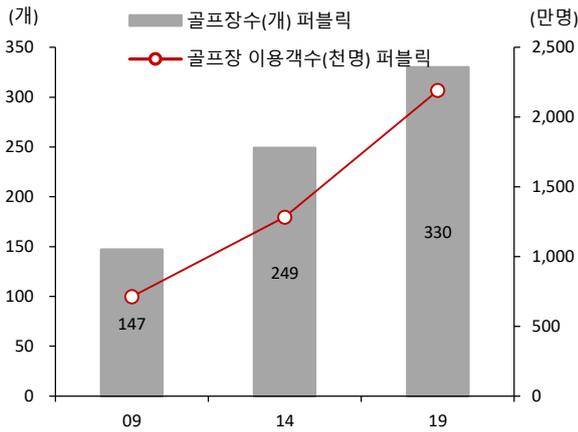
골프의 대중화로 퍼블릭 골프장 연평균 매출액 성장률은 13%에 달함

퍼블릭 골프장 수의 증가(회원제 골프장 전환 포함)는 골프의 대중화를 나타내는 척도로 판단되며 2019 기준 이용객은 무려 77% 증가한 2,191 만명으로 '14년 1,282 만명 대비 크게 증가했다. 퍼블릭 골프장 매출액은 '11년 1 조원에서 '19년 2.7 조원으로 연평균 13%의 성장세를 기록 중이다. 골프장 이용료와 카트비 증가가 최근까지 이어지고 있음을 고려하면 납득이 갈만한 성장세다.

골프장 홀당 매매가격 3년째 상승 중

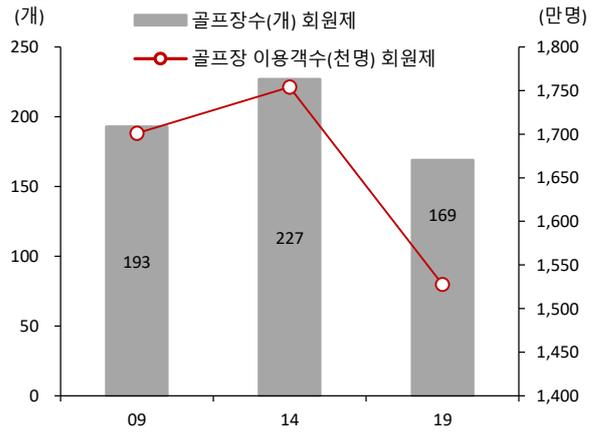
골프장 실적개선으로 인해 홀당 골프장 매매가격 또한 최근 3년간 상승 중이다. '18년 35 억원대에 거래되었던 홀당 가격은 '20년 1월~4월 기준 55 억을 넘어섰고 이러한 추세가 유지될 경우 '14년 70 억 수준에 빠르게 근접할 것으로 예상된다.

그림 8. 국내 퍼블릭 골프장 수와 이용객 추이



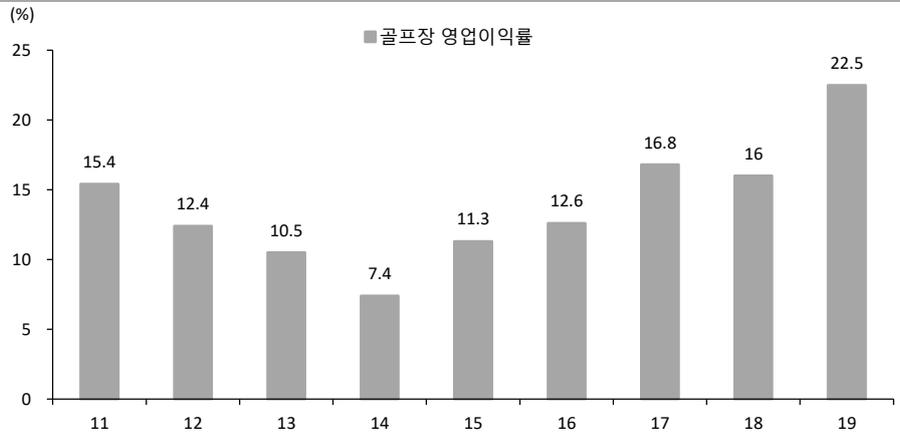
자료: 레저백서 2020, 리딩투자증권

그림 9. 국내 회원제 골프장 수와 이용객 추이



자료: 레저백서 2020, 리딩투자증권

그림 10. 국내 골프장 영업이익률



자료: 한국레저산업연구소, 리딩투자증권

하반기 신사업 모멘텀

동사는 '19년 6월 상장 이후 대표이사 변경 등의 이유로 부진한 실적('20년 1분기 영업적자 시현)을 기록했고 코로나 19 영향에서 자유롭지 못했다. 지속가능성장과 주주가치 제고를 위해 '20년 하반기 전략적 플랜을 기존 목표시기보다 앞당겨 시행할 예정이다.

첫번째, 브랜드 내 고급 라이프웨어 라인을 신규로 구성하여 비골프웨어 비중을 지속적으로 확대할 예정이다. 기존 브랜드 활용 시 신규 브랜드 런칭보다 시간/비용 측면에 있어 상대적으로 효율적이므로 실적 가시성에 유효할 것으로 전망된다.

두번째, 현재 홈쇼핑 런칭을 위해 전용 상품개발 중에 있다. 기존 유통경로와는 차별화된 라이선스 비즈니스 방식으로 하반기 홈쇼핑에 직접 진출할 계획이다. 이와 같은 형태는 상대적으로 브랜드 밸류를 유지하고 마진을 높일 수 있는 장점이 있으며 런칭 시점은 '20년 10월경으로 매출 기여도는 '19년 매출액 기준 5%로 당사는 추정한다('20년 3회 방송, '21년 12회 방송) 그리고 패션 비즈니스 유통 다각화를 위해 네이버, 카카오 등의 플랫폼 및 라이브커머스에 진출도 동시에 진행될 예정이다.

마지막으로 기존 진출한 대만시장의 판매망 확대를 위해 자체 물을 오픈하고 기존 6곳에 불과한 오프라인 매장도 12곳으로 확대할 예정이다. 특히, 중국 티몰 글로벌 스토어 입점도 동시에 추진 중에 있으며 구체화되는 시기는 '20년 4분기 정도로 예상된다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	793	890	1,080	1,311	1,592
유동자산	629	662	815	989	1,201
현금및현금성자산	140	151	177	214	260
단기금융자산	0	5	12	14	17
매출채권및기타채권	109	100	109	132	160
재고자산	349	371	485	589	715
비유동자산	164	228	265	322	391
장기금융자산	0	50	0	0	0
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	22	25	29	35	42
무형자산	118	131	152	184	224
부채총계	165	123	239	373	549
유동부채	142	99	168	204	248
단기차입부채	0	8	0	0	0
기타단기금융부채	0	0	7	9	10
매입채무및기타채무	120	78	155	189	229
비유동부채	23	24	71	169	302
장기차입부채	0	3	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	5	6	8
자본총계*	628	767	842	938	1,043
지배주주지분*	628	767	842	938	1,043
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	923	814	781	875	936
매출원가	340	312	290	331	351
매출총이익	583	501	491	544	585
판매비와관리비	437	411	395	420	451
영업이익	146	90	96	124	134
EBITDA	155	110	122	156	172
비영업손익	-0	-2	-0	-1	-1
이자수익	0	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-0	-0	-0	-0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-0	-2	-1	-2	-2
세전계속사업이익	146	88	96	123	132
법인세비용	33	19	21	26	28
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	112	69	75	97	104
지배주주순이익*	112	69	75	97	104
비지배주주순이익	0	0	-0	0	0
기타포괄손익	0	-0	-0	0	0
총포괄손익	112	69	75	97	104

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	107	21	28	108	131
당기순이익	112	69	75	97	104
현금유입(유출)이없는수	30	46	45	57	66
자산상각비	9	20	26	32	39
영업자산부채변동	-7	-67	-60	-20	-12
매출채권및기타채권	-23	9	-59	-23	-28
재고자산감소(증가)	15	-29	-113	-104	-126
매입채무및기타채무	39	-35	77	33	40
투자활동현금흐름	-9	-69	-1	-73	-88
투자활동현금유입액	0	3	50	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	1	0	0	0
투자활동현금유출액	9	72	51	73	88
유형자산	7	3	24	38	46
무형자산	0	14	21	33	40
재무활동현금흐름	0	60	-2	3	3
재무활동현금유입액	0	70	2	3	3
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	0	10	4	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	4	0	0
기타현금흐름	0	0	1	-0	-0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	-0	0	0
현금변동	98	12	25	38	46
기초현금	42	140	151	177	214
기말현금	140	151	177	214	260

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원,배,%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,800	1,083	1,131	1,466	1,581
BPS*	15,674	12,085	12,757	14,222	15,803
CFPS	2,668	324	420	1,640	1,990
SPS	23,054	12,823	11,840	13,260	14,189
EBITDAPS	3,864	1,740	1,850	2,364	2,613
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	9.0	10.2	7.8	7.3
PBR*	0.0	0.8	0.9	0.8	0.7
PCFR	0.0	30.2	27.4	7.0	5.8
PSR	0.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	0.0	5.6	6.2	4.9	4.4
재무비율					
매출액증가율	9.7	-11.9	-4.0	12.0	7.0
영업이익증가율	21.2	-38.1	6.1	29.7	7.7
지배주주순이익증가율*	76.4	-38.7	8.6	29.6	7.9
매출총이익률	63.1	61.6	62.8	62.2	62.5
영업이익률	15.8	11.1	12.2	14.2	14.3
EBITDA이익률	16.8	13.6	15.6	17.8	18.4
지배주주순이익률*	12.1	8.4	9.5	11.1	11.1
ROA	20.2	10.7	9.7	10.4	9.2
ROE	19.6	9.9	9.3	10.9	10.5
ROIC	23.3	13.3	11.6	13.0	12.7
부채비율	26.2	16.1	28.4	39.8	52.7
차입금비용	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0
순차입금비용	-22.2	-19.0	-22.4	-24.3	-26.6

(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.

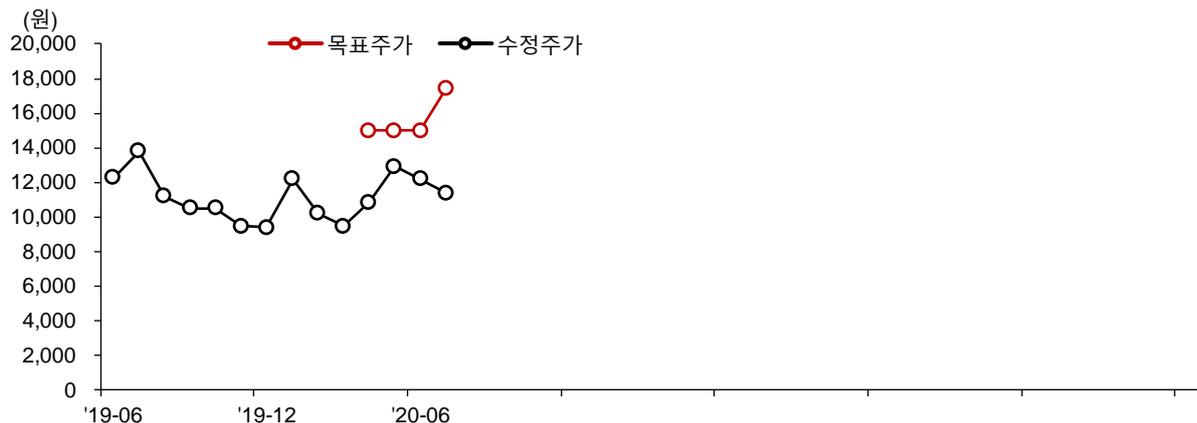
▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

가스텔바작(308100)

일자	2020-04-27	2020-07-15
투자의견	BUY(신규)	BUY(유지)
목표주가	15,000 원	17,400 원
과리율(%)		
평균주가대비	-21.3%	
최고(최저)주가대비	-14.0%	

* 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 : 2020.06.30)

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