유진투자증권

크리스에프앤씨(110790)

해외 여행 시작 = 해외 골프 여행 시작

2022.03.21

News Comment

투자의견: **BUY**(신규)

목표주가: **70,000**원(신규)

현재주가: 40,150원(3/18)

시가총액: 4,704(십억원)

유통/의류 이해니_ 02)368-6155_ hnlee@eugenefn.com

해외 여행 시작 = 해외 골프 여행 시작 = 라운딩 전 골프웨어 구매

해외 여행 시작과 함께 해외로 골프를 치러가는 해외 골프 여행이 시작된다. 골퍼들은 통상적으로 라운딩 가기 전 골프웨어를 구매하기 때문에 해외 골프 여행에 따른 수요 증가가 기대된다. 해외 골프 여행 시, 지출 금액 평균은 2017 년 기준 1 인당 141 만원이었다. 신규 유입된 2030 및 소비력을 지닌 4050 골퍼들은 코로나 이후 근 3 년만에 여행이므로 많은 지출을 할 것이다. 한국은 3 월 22 일부터 입국자 자가 격리 제한을 해제했다. 출입국자수가 경상수준을 찾기까지는 시간이 소요되겠지만, 그 전부터 해외 골프 수요는 늘어날 것이다. 해외 여행이 정상화 되더라도 골프 인구의 유입 및 기존 골퍼 락업은 지속될 것이다.

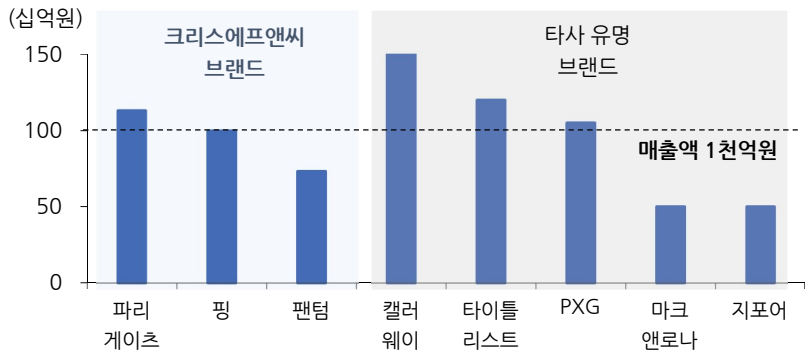
2022 년 영업이익은 1,119 억원(+28.5%, 이하 yoy) 추정

2022 년 전체 매출액은 4,417 억원(+17.5%, 이하 yoy), 영업이익은 1,119 억원(+28.5%)을 추정한다. 골프 산업 및 골프웨어 산업의 부흥과 동반하는 모습이다. 자사 브랜드(핑, 팬텀, 파리게이츠, 마스터바니, 세인트앤드류스)의 고른 성장을 예상한다. 이미 파리게이츠와 핑은 매출액 1,000 억원 브랜드 반열에 올랐다. 이는 캘러웨이, 타이틀리스트, PXG 같은 글로벌 골프웨어와 상응하는 수준이다. 최근 급부상한 신규 브랜드(마크앤로나, 지포어)에도 영골퍼를 타게팅한 마스터니와 세인트앤드류스로 대적하고 있다. 온라인 사업부 분할은 크게 우려할 이슈는 아니다. 분할 이후 타사 제품도 유통/판매할 계획이다. 골프웨어 시장의 '무신사'가 되려는 행보로 보인다. 크리스에프앤씨가 분할 법인 지분 100%를 보유하며, 연결 실적으로 반영된다. 기존에도 온라인 사업 부문 매출액은 전체 매출 비중의 약 12% 수준이었다.

목표주가 70,000 원, 투자의견 '매수'로 커버리지 제시

목표주가는 70,000 원, 투자의견은 '매수'로 커버리지를 제시한다. 2022 12MF 실적 기준 EPS 8,158 원에 Target PER 8.6 배를 적용했다. Target PER 은 국내 의류 피어에 20% 할인을 적용했다. 국내 골프웨어 시장점유율(브랜드 합산 기준) 1 위일 뿐만 아니라, 글로벌 브랜드에 대적하는 자사 브랜드를 다수 보유했다. 골프 산업 대중화와 함께 성장할 기업이다.

크리스에프앤씨 브랜드 vs. 타사 브랜드 매출액



자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

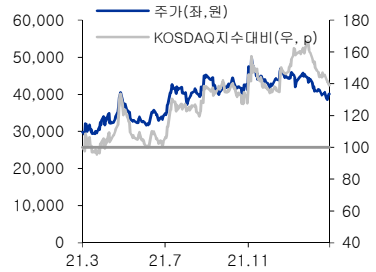
발행주식수	11,715천주
52주 최고가	50,900원
최저가	26,350원
52주 일간 Beta	0.54
60일 일평균거래대금	1,250억원
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(2020F)	2.9%

주주구성	
윤정화(외8인)	40.1%
키움크리스제1회투자목적회사(외2인)	17.4%
자사주	6.1%

	1M	6M	12M
주가상승률	-8.8%	-11.3%	52.4%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	70,000	-	-
영업이익(20)	51	-	-
영업이익(21)	88	-	-

결산기(12월)	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	292	376	442
영업이익(십억원)	50	87	112
세전계속사업손익(십억원)	51	88	113
당기순이익(십억원)	39	68	87
EPS(원)	3,301	5,828	7,484
증감률(%)	55.8	76.5	28.4
PER(배)	7.9	6.9	5.4
ROE(%)	16.9	25.3	25.9
PBR(배)	1.3	1.6	1.2
EV/EBITDA(배)	4.5	4.3	3.1



기업 개요

국내 골프웨어 브랜드 합산 기준 시장점유율 1 위

크리스에프앤씨(110790.KQ)는 연령대별, 유통채널별 브랜드 포트폴리오를 갖춘 골프의류 전문 업체이다. 2018 년 코스닥 시장에 상장하여 높은 매출 성장률과 영업이익률을 선보이고 있다. '파리게이츠', '핑', '팬텀', '마스터버니', '세인트앤드류스' 등 골퍼들에게 인지도 있는 브랜드를 다수 보유하고 있다. 브랜드 합산 매출 기준 국내 골프의류 MS 1 위로 추정된다.

골프인구 증가가 매출 성장으로 직결된다. 온오프라인 유통망에 모두 접점이 있어, 소비자 접근성이 높다. 오프라인 매장수는 브랜드 합산 645 개로 업계 최상위 수준이다. 브랜드별로 집중하는 유통망을 설정하여 이익률을 유지시킨다. 고단가 제품은 백화점 및 직영점 위주로 판매하고, 중저단가 제품은 대리점, 아울렛에 주력한다.

온라인 플랫폼인 '크리스몰'은 회원수 110 만명을 보유하고 있다. 기존에는 자사 제품만을 판매했지만, 물적 분할 이후 타사 제품도 유통/판매할 계획이다. 골프웨어 시장의 '무신사'가 되려는 행보로 보인다. 분할 후에도 크리스에프앤씨가 지분율 100%를 보유하며, 연결 실적으로 반영된다. 기존에도 온라인 사업 부문 매출액은 전체 비중의 약 12% 수준이었다.

2030 영골퍼 유입에 따라 젊은 연령층을 타게팅한 '파리게이츠', '마스터버니', '세인트앤드류스'의 고성장이 이어지고 있다. 최근 급부상한 신규 브랜드(마크앤로나, 지포어)에도 영골퍼를 타게팅한 '마스터니'와 '세인트앤드류스'로 대적하고 있다. 또한, 골프 주력 소비계층인 4050 대상 '핑', '팬텀' 브랜드 역시 꾸준한 매출을 보이고 있다. 파리게이츠와 핑은 매출액 1,000 억원 브랜드 반열에 올랐다. 이는 캘러웨이, 타이틀리스트, PXG 같은 글로벌 골프웨어와 상응하는 수준이다. 해외여행이 가능해지면 해외 골프 역시 가능해진다. 소비력 높은 해외 골프인구의 골프웨어 소비가 실적 고성장을 지지할 것으로 예상한다.

도표 1. 브랜드 포트폴리오

자료: 회사 자료, 유진투자증권

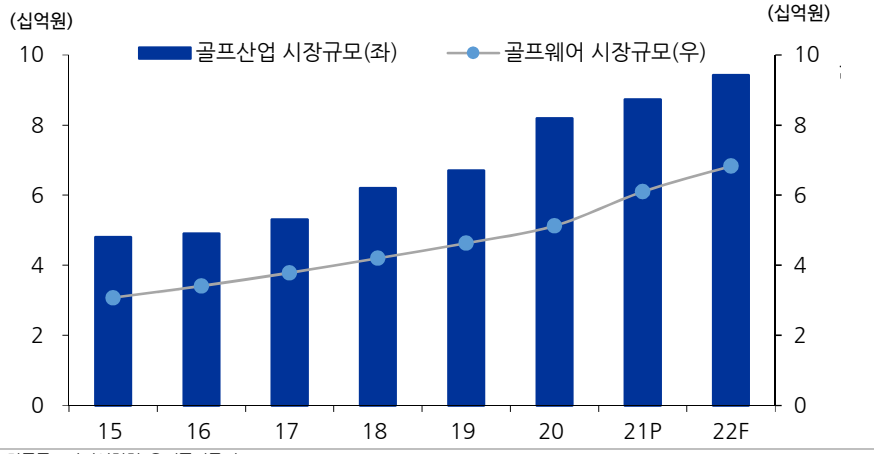
코로나 이후에도 해외 라운딩 시 위드 골프웨어

해외 여행 시작과 함께 해외로 골프를 치러가는 해외 골프 여행이 시작된다. 골퍼들은 통상적으로 라운딩 가기 전 골프웨어를 구매하기 때문에 해외 골프 여행에 따른 수요 증가가 기대된다. 여름 휴가 시즌인 7-8 월 의류 구매액이 높아지는 점과 유사한 맥락이다. 해외 골프 여행 시, 지출 금액 평균은 2017 년 기준 1 인당 141 만원이었다. 신규 유입된 2030 골퍼 및 소비력을 지닌 4050 골퍼들은 코로나 이후 근 3 년만에 여행이므로 많은 지출을 할 가능성이 높다. 또한 소비력이 높기 때문에 의류 구입 잠재력이 크다. 전세계에서 골프의류 지출이 가장 높은 국가가 한국이다. 2019 년을 기점으로 일본을 추월했다. 용품 시장 규모로도 3 위를 차지하고 있다.

한국은 2022 년 3 월 22 일부터 입국자 자가 격리 제한을 해제했다. 출입국자수가 경상 수준을 찾기까지는 시간이 소요되겠지만, 그 시점 이전부터 해외 골프 수요는 늘어날 것이다. 롯데홈쇼핑이 3 월 13 일 판매한 '필리핀 클락 골프 패키지'의 주문량은 코로나 이전과 비교해서 2 배 이상 증가했다. 해외 골프 여행 경험자는 2017 년 기준 264 만명이었다. 골프 활동 인구(라운딩 1 회 이상 경험)의 40% 수준이다. 골프 인구가 큰 폭 상승한 2020 년 골프 활동 인구는 687 만명으로 추정된다. 이 중 173 만명(약 25% 가정)은 해외 골프 라운딩 가능 시 폭발적인 수요를 보일 것이라고 판단한다.

해외여행이 정상화 되더라도 골프 인구의 유입 및 기존 골퍼 락업은 지속될 것이다. 해외 여행을 가기 시작하면, 골프 인구가 줄고 골프웨어 소비도 하락할 것이라는 의견이 있다. 하지만 해외 골프족의 수요는 견조하고 소비력은 골퍼들 중 상위권에 속한다. 또한 코로나 이후 신규 골퍼의 진입 장벽이 낮아졌다. 스크린골프가 활성화되면 높은 그린피와 라운딩 부담을 줄였다. 또한 대중제 골프장이 늘어나며 회원권이 없어도 라운딩을 즐길 수 있게 되었다. 1 월 20 일 발표한 정부 정책(골프장 이용 합리화 및 골프 산업 혁신 방안) 역시 우호적이다. 대중제 골프장의 비싼 그린피를 제한하고, 공공형 골프장(낮은 그린피, 노캐디) 10 곳을 2030 년까지 추가로 조성할 계획이다. 청소년 체육교과 및 방과 후 활동에 골프 체험을 추가하는 내용도 있다.

도표 2. 골프 산업, 골프웨어 시장규모 추이 및 전망



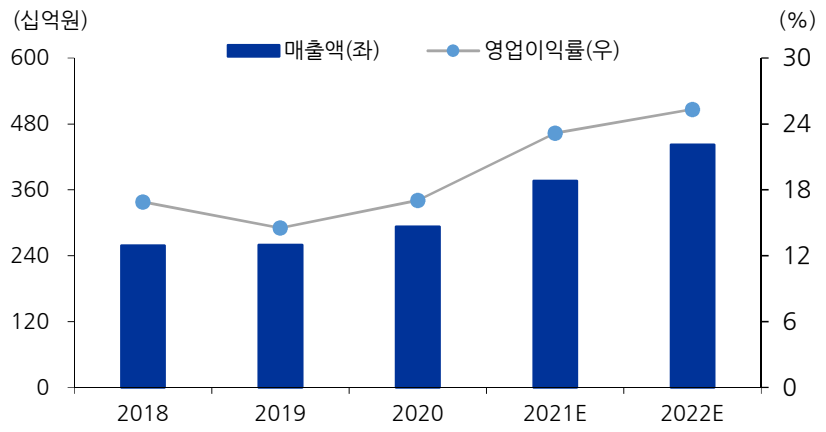
자료: 한국골프장경영협회, 유진투자증권

도표 3. 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	**44.3**	**81.3**	**64.0**	**102.8**	**66.0**	**103.1**	**84.8**	**122.1**	**259.5**	**292.4**	**375.9**	**441.7**
핑	13.6	23.9	17.7	30.0	17.4	27.2	21.2	33.9	83.3	85.2	99.7	109.6
팬텀	11.7	20.5	12.8	25.0	14.2	20.0	13.8	25.2	77.7	70.0	73.2	76.2
파리게이츠	15.5	27.8	22.8	31.7	21.2	32.3	25.8	33.7	85.2	97.9	113.0	126.0
마스터바니	2.9	6.4	7.5	11.0	9.1	15.3	14.9	18.1	11.2	27.8	57.4	78.0
세인트앤드류스	0.4	2.5	3.0	4.8	4.0	8.1	8.8	10.9	1.0	10.7	31.8	51.1
매출총이익	**27.4**	**57.1**	**42.4**	**69.0**	**46.2**	**76.2**	**60.8**	**263.8**	**171.7**	**195.9**	**272.2**	**322.9**
GPM(%)	61.8	70.2	66.3	67.1	70.0	74.0	71.7	216.1	66.2	67.0	72.4	73.1
영업이익	**0.7**	**17.3**	**8.6**	**23.2**	**10.5**	**26.6**	**19.2**	**205.6**	**37.7**	**49.8**	**87.1**	**111.9**
OPM(%)	1.6	21.3	13.5	22.5	15.9	25.8	22.6	168.4	14.5	17.0	23.2	25.3
〈yoy %〉												
매출액	**(15.1)**	**12.1**	**23.4**	**24.0**	**49.1**	**26.7**	**32.4**	**18.8**	**0.6**	**12.7**	**28.6**	**17.5**
핑	-	-	-	-	28.4	13.7	19.7	13.0	96.8	2.2	17.1	9.9
팬텀	-	-	-	-	21.5	(2.6)	8.2	0.8	96.4	(9.9)	4.6	4.1
파리게이츠	-	-	-	-	36.5	16.3	12.9	6.4	83.3	14.9	15.5	11.5
마스터바니	-	-	-	-	214.9	138.9	98.8	64.3	281.0	147.8	106.4	35.8
세인트앤드류스	-	-	-	-	871.1	229.4	189.0	125.7	-	972.9	195.9	60.9
영업이익	**(87.4)**	**49.0**	**108.7**	**42.6**	**1,361**	**53.8**	**122.1**	**787.6**	**(13.5)**	**32.1**	**74.8**	**28.5**
〈비중 %〉												
핑	30.6	29.4	27.6	29.2	26.4	26.4	25.0	27.8	32.1	29.1	26.5	24.8
팬텀	26.4	25.2	20.0	24.3	21.5	19.4	16.3	20.7	29.9	23.9	19.5	17.2
파리게이츠	35.0	34.2	35.7	30.9	32.1	31.4	30.4	27.6	32.8	33.5	30.1	28.5
마스터바니	6.5	7.9	11.7	10.7	13.8	14.8	17.6	14.8	4.3	9.5	15.3	17.7
세인트앤드류스	0.9	3.0	4.7	4.7	6.0	7.8	10.3	8.9	0.4	3.7	8.4	11.6

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 4. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



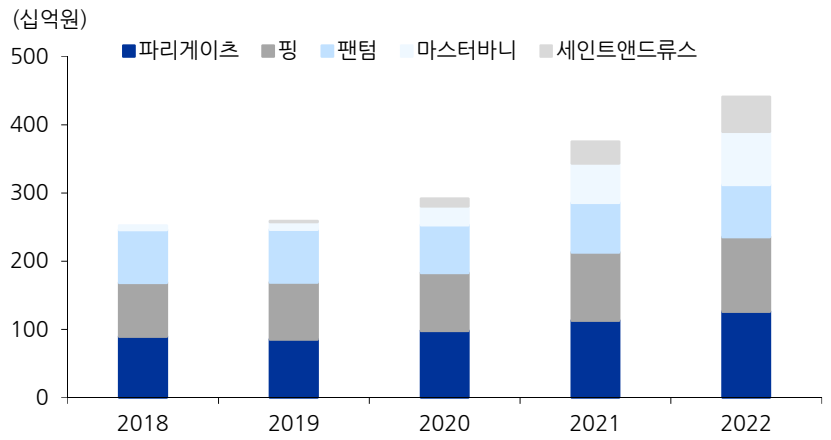
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 5. Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	95.6	
EPS(원)	8,158	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	70,000	
Target PER(X)	8.6	내수 브랜드 12MF PER 평균
현재주가(원)	40,150	
현재주가 PER(X)	4.9	
Upside(%)	74.3	

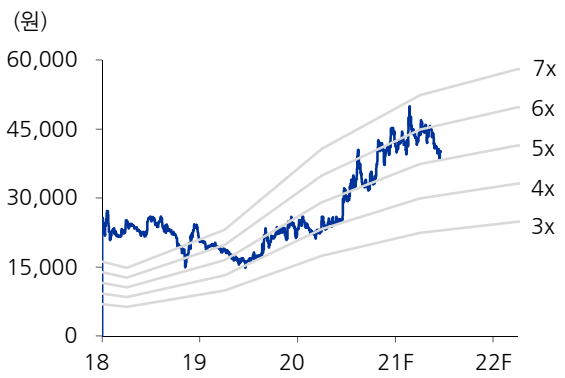
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 6. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



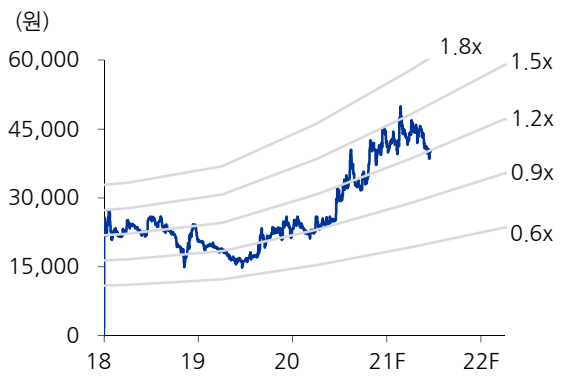
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 7. PER BAND



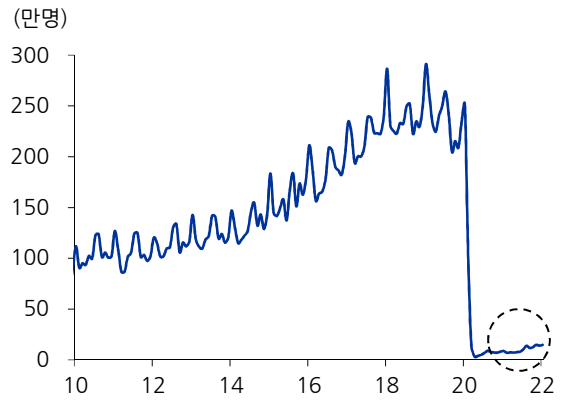
자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 8. PBR BAND



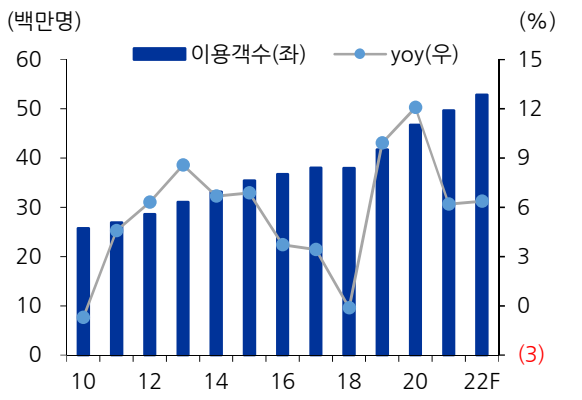
자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 9. 출국자수 추이



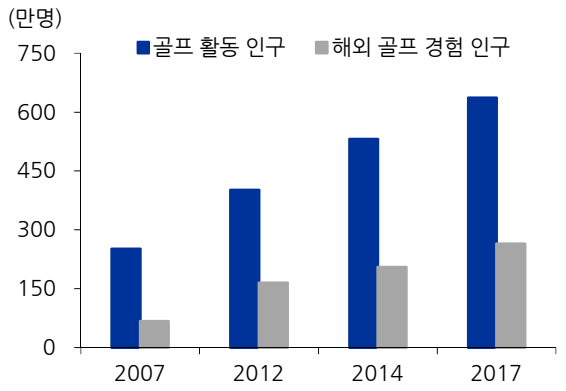
자료: 한국출입국자협회, 유진투자증권

도표 10. 골프장 이용자수 추이



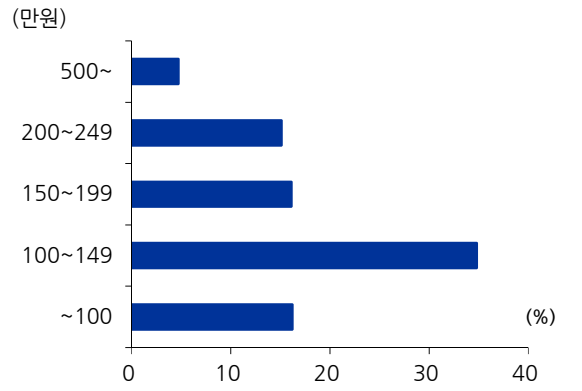
자료: 한국골프장경영협회, 유진투자증권

도표 11. 골프 해외 여행자수 추이



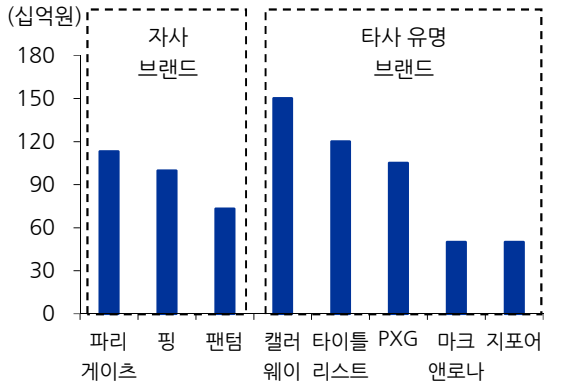
자료: 언론 자료, 유진투자증권

도표 12. 골프 해외 여행자 지출액



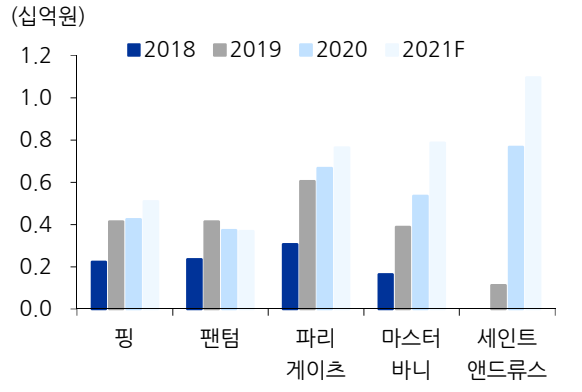
자료: 언론 자료, 유진투자증권

도표 13. 크리스에프앤씨 브랜드 vs. 타사 브랜드 매출액



자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

도표 14. 크리스에프앤씨 브랜드 매장당 매출액 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권

크리스에프앤씨(111790.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	**277**	**314**	**374**	**454**	**539**
유동자산	185	204	252	317	390
현금성자산	52	83	90	127	182
매출채권	24	23	30	35	39
재고자산	107	98	131	155	169
비유동자산	93	109	123	136	149
투자자산	17	19	24	28	31
유형자산	70	83	90	99	109
기타	6	8	9	9	9
부채총계	**60**	**73**	**74**	**77**	**79**
유동부채	57	72	73	76	77
매입채무	16	21	24	28	30
유동성이자부채	20	28	26	25	23
기타	21	23	23	23	23
비유동부채	3	1	1	1	1
비유동이자부채	1	1	1	1	1
기타	2	0	0	0	0
자본총계	**217**	**240**	**300**	**376**	**461**
지배지분	217	240	301	376	461
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	51	51	51	51	51
이익잉여금	164	198	258	334	418
기타	(10)	(21)	(21)	(21)	(21)
비지배지분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	**217**	**240**	**300**	**376**	**461**
총차입금	21	29	27	26	25
순차입금	(30)	(54)	(62)	(101)	(157)

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**259**	**292**	**376**	**442**	**484**
증가율(%)	0.6	12.7	28.5	17.5	9.5
매출원가	88	97	104	119	132
매출총이익	**172**	**196**	**272**	**323**	**352**
판매 및 일반관리비	134	146	185	211	228
기타영업손익	6	9	27	14	8
영업이익	**38**	**50**	**87**	**112**	**124**
증가율(%)	(13.5)	32.1	74.7	28.5	10.8
EBITDA	**44**	**56**	**95**	**120**	**133**
증가율(%)	(8.2)	28.4	69.5	27.0	10.7
영업외손익	**(3)**	**1**	**1**	**1**	**1**
이자수익	1	0	1	1	1
이자비용	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(3)	1	0	0	0
세전순이익	**35**	**51**	**88**	**113**	**125**
증가율(%)	(19.6)	45.4	71.9	28.4	10.8
법인세비용	10	12	20	25	28
당기순이익	**25**	**39**	**68**	**87**	**97**
증가율(%)	(24.8)	55.5	76.4	28.4	10.8
지배주주지분	25	39	68	88	97
증가율(%)	(26.5)	55.8	76.5	28.4	10.8
비지배지분	0	(52)	(136)	(175)	(194)
EPS(원)	**2,119**	**3,301**	**5,828**	**7,484**	**8,291**
증가율(%)	(26.5)	55.8	76.5	28.4	10.8
수정EPS(원)	2,119	3,301	5,828	7,484	8,291
증가율(%)	(26.5)	55.8	76.5	28.4	10.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	**26**	**62**	**30**	**68**	**89**
당기순이익	25	39	68	87	97
자산상각비	6	6	8	8	9
기타비현금성손익	1	(1)	(8)	(4)	(2)
운전자본증감	(6)	19	(38)	(24)	(15)
매출채권감소(증가)	(0)	1	(7)	(5)	(3)
재고자산감소(증가)	(6)	12	(34)	(23)	(15)
매입채무증가(감소)	(1)	4	3	4	3
기타	2	2	0	0	0
투자현금	**(17)**	**(20)**	**(16)**	**(18)**	**(19)**
단기투자자산감소	(6)	(3)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(0)
설비투자	10	11	14	17	18
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(3)	(2)	(1)	(1)	(1)
재무현금	**(24)**	**(12)**	**(6)**	**(13)**	**(14)**
차입금증가	(12)	6	(2)	(1)	(1)
자본증가	(3)	(5)	(4)	(12)	(13)
배당금지급	3	5	8	12	13
현금 증감	**(15)**	**30**	**7**	**37**	**55**
기초현금	65	49	79	86	123
기말현금	49	79	86	123	179
Gross Cash flow	42	53	68	92	104
Gross Investment	17	(2)	55	42	35
Free Cash Flow	**25**	**54**	**13**	**50**	**69**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,119	3,301	5,828	7,484	8,291
BPS	18,523	20,508	25,650	32,134	39,325
DPS	400	740	1,000	1,100	1,200
밸류에이션(배,%)					
PER	8.9	7.9	6.9	5.4	4.8
PBR	1.0	1.3	1.6	1.2	1.0
EV/ EBITDA	4.4	4.5	4.3	3.1	2.4
배당수익율	2.1	2.9	2.5	2.7	3.0
PCR	5.2	5.8	6.9	5.1	4.5
수익성(%)					
영업이익율	14.5	17.0	23.2	25.3	25.6
EBITDA이익율	16.8	19.1	25.2	27.2	27.5
순이익율	9.6	13.2	18.1	19.8	20.1
ROE	11.8	16.9	25.3	25.9	23.2
ROIC	15.0	20.4	32.4	34.5	33.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(14.0)	(22.4)	(20.8)	(26.8)	(34.1)
유동비율	323.3	283.4	346.3	418.4	505.9
이자보상배율	58.1	80.5	175.8	251.0	309.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0
매출채권회전율	11.0	12.5	14.2	13.5	13.1
재고자산회전율	2.5	2.9	3.3	3.1	3.0
매입채무회전율	15.8	15.9	16.8	17.1	16.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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

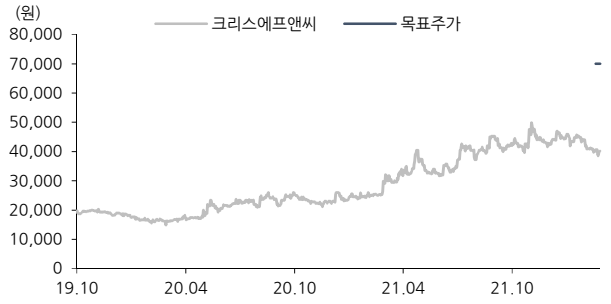
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (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	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2022-03-21	Buy	70,000	1년	-	-

크리스에프앤씨(110790.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니