

# 티앤엘 (340570/KQ)

## 더 걱정할 건 없다

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 60,000 원(하향)

현재주가: 43,350 원

상승여력: 38.4%



Analyst  
이동건

dglee@sks.co.kr  
3773-9909

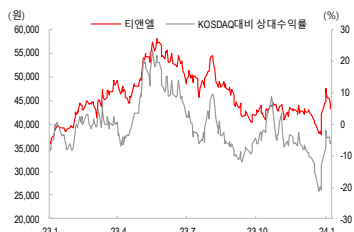
#### Company Data

발행주식수	813 만주
시가총액	352 십억원
주요주주	
최윤소(외8)	44.16%
자사주	0.69%

#### Stock Data

주가(24/01/17)	43,350 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	57,900 원
52주 최저가	37,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 Pre: 2Q23 역기저 부담은 지속되나 1Q24 기점 회복세 기대

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 223 억원(-1.8% YoY, 이하 YoY 생략), 55 억원(+4.0%, OPM 24.6%)으로 추정한다. 시장 컨센서스 대비 약 15% 하회한 실적이 예상되나, 최근 하향 조정되고 있는 컨센서스 트렌드에는 부합할 전망이다.

창상피복재 매출은 184 억원(-5.9%, -30.5% QoQ)을 전망한다. 내수 매출액은 소폭 성장세를 이어가겠지만, 수출은 110 억원(-12.0%)으로 QoQ 감소세가 이어질 것으로 예상된다. 감소세 지속의 주요 원인은 트러블 케어 패치 글로벌 파트너사인 Church & Dwight의 북미 오프라인 침투 확대를 위한 선제적 재고 확보 목적의 공급 물량이 2Q23 실적에 크게 반영됐기 때문이다. 통상적으로 재고 소진까지 2~3 개 분기가 소요된다는 점 감안 시 2Q23 공급된 물량의 소진이 이뤄질 것으로 기대되는 1Q24~2Q24 이전까지의 공급 물량은 감소가 불가피했다.

### 2024년 실적은 '상고하저' 패턴 예상. 1Q24부터 리스탁킹 수요 확인

2024년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,315 억원(+13.5%), 406 억원(+14.9%, OPM 30.9%)으로 추정한다. 2H23 실적 부진의 원인이었던 2Q23 파트너사향 트러블 케어 패치 선제적 재고 공급 물량은 통상적으로 재고 소진까지 약 2~3 개 분기가 소요된다는 점 감안 시 1Q24 기점으로 리스탁킹(재고 확충) 수요가 확인되고 있다. 이에 따라 2Q24 실적을 고점으로 2023년과 유사한 '2Q>1Q>3Q>4Q'의 실적 패턴이 예상된다. 다만 파트너사의 선제적 재고 확보 규모는 2023년과는 달리 편차가 드라마틱하지는 않을 것으로 예상되는 만큼 실적 안정성은 다시금 높아질 전망이다. 한편 2H23 유럽 트러블 케어 패치 시장 진출을 개시했으나 매출은 아직 초기인 만큼 미미한 수준인 것으로 파악된다. 다만 최근 SNS 등을 통해 'Mighty Patch' 브랜드의 유럽 내 주목도가 높아지고 있고, 과거 북미 진출 당시에도 출시 이후 3년차부터 본격적인 매출 성장이 확인됐던 만큼 유럽 성과는 2025년부터 가시화될 전망이다.

### 보수적 추정치 반영해 목표주가 6만원으로 하향. 저평가 매력 높아

목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 6만원으로 하향한다. 목표주가는 2024년 예상 순이익에 Target PER 14.3 배(국내 Peer 평균 대비 15% 할인)를 적용해 도출했다. 현 주가는 2024년 예상 PER 10.3 배 거래 중이다. 저평가 매력은 높다고 판단한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	41	72	82	116	131	151
영업이익	십억원	10	22	24	35	41	48
순이익(지배주주)	십억원	10	20	21	30	34	40
EPS	원	1,235	2,410	2,598	3,746	4,217	4,908
PER	배	17.3	19.6	13.9	10.7	10.3	8.8
PBR	배	2.4	4.3	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	12.9	14.5	9.9	7.4	7.0	5.6
ROE	%	19.1	24.2	21.5	25.5	23.2	22.1

티앤엘 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	22.3	22.7	(1.8)	30.0	(25.8)	26.0	(14.4)	31.5	(29.3)
영업이익	5.5	5.3	4.0	8.4	(35.0)	6.4	(14.3)	7.8	(29.7)
세전이익	6.0	4.7	28.6	9.6	(37.7)	8.8	(32.0)	8.8	(32.0)
(지배주주)순이익	4.9	4.3	14.6	7.7	(35.9)	6.0	(17.6)	7.1	(30.9)
영업이익률	24.6	23.2		28.1		24.6		24.8	
순이익률	22.0	18.8		25.5		22.9		22.5	

자료: 티앤엘, FnGuide, SK 증권 추정

티앤엘 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	14.8	23.6	20.5	22.7	27.0	36.5	30.0	22.3	81.6	115.8	131.5
YoY	1.4	41.3	12.0	1.7	82.8	54.3	46.7	(1.8)	13.5	42.0	13.5
수출 비중	52.3	62.5	62.0	61.9	71.6	76.1	72.0	57.3	60.3	70.4	72.8
창상피복재	12.0	19.8	16.9	19.6	23.2	33.6	26.5	18.4	68.4	101.7	116.8
YoY	6.7	41.5	11.4	3.8	93.1	69.1	56.4	(5.9)	15.2	48.7	14.8
하이드로콜로이드	8.9	14.5	12.7	13.3	16.3	24.9	20.7	11.1	49.4	73.0	82.4
폴리우레탄 폼	2.2	3.0	3.2	3.0	3.0	3.1	2.1	3.1	11.3	11.3	11.9
기타(마이크로니들 포함)	0.8	2.3	0.9	3.1	3.8	5.3	3.5	3.9	7.1	16.5	21.5
상품	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.9	1.0
정형외과용 고정제	1.8	2.6	2.3	2.0	2.2	1.3	1.9	2.3	8.7	7.7	8.0
YoY	(6.8)	44.0	9.9	(15.6)	20.9	(48.2)	(15.9)	11.6	5.9	(11.4)	3.4
제품	0.8	1.2	0.4	1.4	1.0	0.9	0.9	1.2	3.7	4.1	4.2
상품	1.1	1.4	1.9	0.6	1.2	0.4	1.0	1.0	5.0	3.7	3.8
기타	0.9	1.2	1.2	1.2	1.6	1.5	1.7	1.6	4.5	6.4	6.7
매출총이익	6.5	10.3	8.4	9.1	11.2	15.3	11.8	9.4	34.2	47.7	55.1
YoY	19.7	33.8	(5.7)	6.3	72.5	49.2	40.8	3.3	12.1	39.4	15.6
GPM	43.9	43.5	41.0	39.9	41.4	42.1	39.3	42.0	41.9	41.2	41.9
영업이익	4.7	8.3	6.1	5.3	8.9	12.6	8.4	5.5	24.3	35.3	40.6
YoY	30.5	33.7	(12.3)	(5.9)	89.5	52.3	38.1	4.0	8.9	45.4	14.9
OPM	31.6	34.9	29.9	23.2	32.7	34.5	28.1	24.6	29.8	30.5	30.9
세전이익	5.0	9.0	6.9	4.7	9.5	13.0	9.6	6.0	25.6	38.1	42.8
YoY	25.3	44.3	(7.6)	(19.0)	89.4	43.4	40.3	28.6	9.1	48.9	12.6
(지배주주)순이익	4.2	7.1	5.5	4.3	7.9	10.0	7.7	4.9	21.1	30.4	34.3
YoY	19.7	42.0	(10.8)	(12.4)	87.2	40.5	39.2	14.6	7.8	44.2	12.6
NPM	28.4	30.2	26.9	18.8	29.1	27.5	25.5	22.0	25.9	26.3	26.1

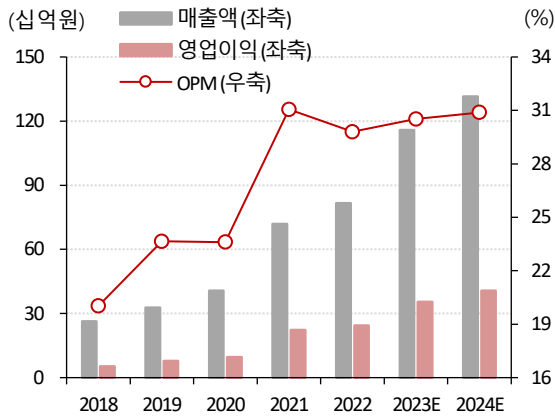
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
티앤엘 기업가치(A*B)	489.0	
A. 티앤엘 2024F (지배)순이익	34.3	
B. Target PER	14.3	국내 주요 에스테틱 기기/용품 Peer 평균 대비 15% 할인
보통주주식수	8,128	
적정주가 산출	60,000	
현재 주가	43,350	2024년 1월 17일 종가
상승여력	38.4%	

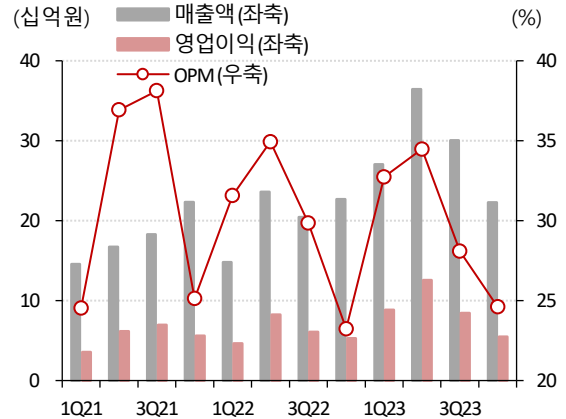
자료: SK 증권 추정

티앤엘 연간 실적 추이 및 전망



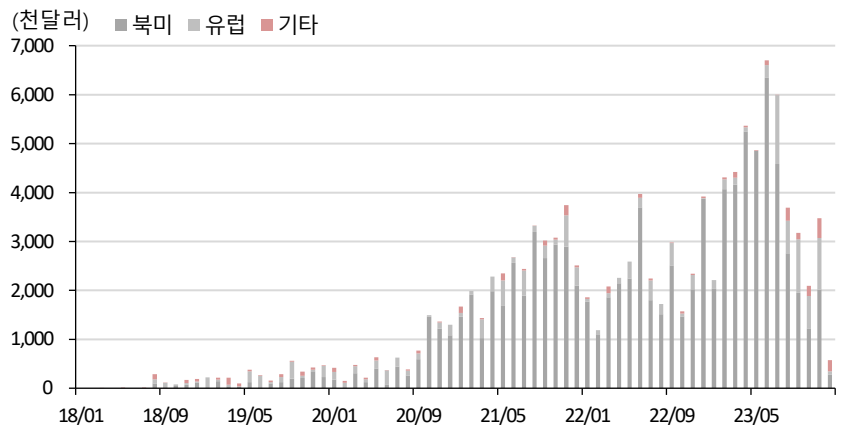
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 분기 실적 추이 및 전망



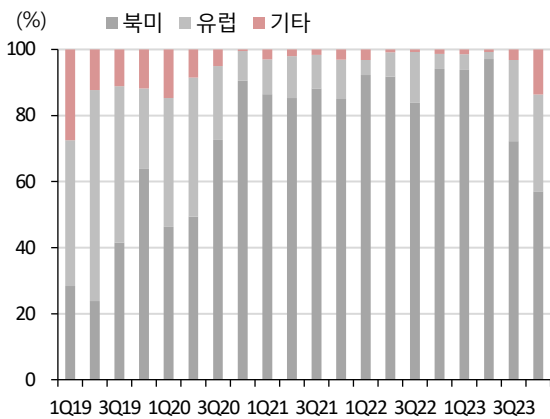
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 월별 창상피복재 수출 통관데이터



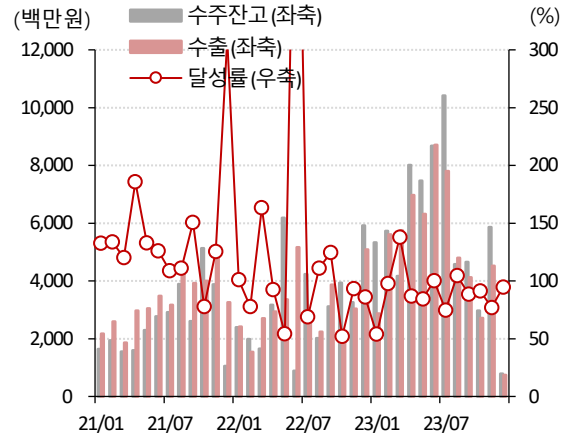
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성시 기준

티앤엘 분기별 지역별 창상피복재 수출 비중 추이



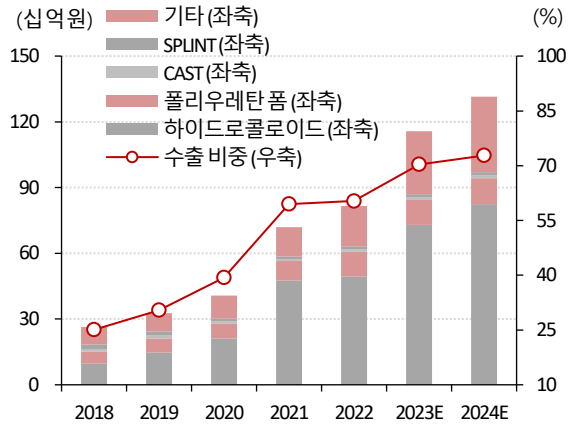
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성시 기준

티앤엘 창상피복재 수주잔고 및 수출액 추이



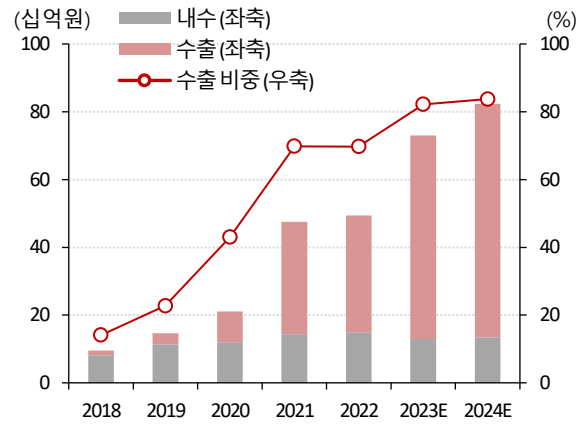
자료: 티앤엘, Trass, SK 증권 / 주: 1,300 원/달러 기준

제품군별 매출 및 수출 비중 추이 및 전망



자료: 티앤엘, SK 증권 추정

하이드로콜로이드 매출액 추이 및 전망



자료: 티앤엘, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	52	59	82	106	133
현금및현금성자산	17	21	26	42	61
매출채권 및 기타채권	8	14	20	23	26
재고자산	7	11	15	17	20
<b>비유동자산</b>	46	58	65	73	82
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	43	56	63	70	80
무형자산	2	2	2	2	2
<b>자산총계</b>	98	117	147	178	215
<b>유동부채</b>	7	10	13	14	16
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1	5	8	9	10
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1	1	1	1	2
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	8	11	14	15	17
<b>지배주주지분</b>	90	106	133	163	198
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	28	28	28	28	28
기타자본구성요소	0	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	57	75	102	132	167
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	90	106	133	163	198
<b>부채외자본총계</b>	98	117	147	178	215

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	19	15	25	34	39
당기순이익(손실)	20	21	30	34	40
비현금성항목등	6	7	10	11	13
유형자산감가상각비	2	2	3	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	4	5	7	8	9
운전자본감소(증가)	-5	-8	-8	-4	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	-0	-6	-6	-3	-3
재고자산의감소(증가)	-2	-4	-4	-2	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	-3	4	2	1	1
기타	0	-2	0	0	0
법인세납부	-1	-5	-8	-9	-10
<b>투자활동현금흐름</b>	-15	-5	-14	-13	-16
금융자산의감소(증가)	0	9	-5	-2	-3
유형자산의감소(증가)	-16	-16	-9	-11	-13
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	-0	-0
기타	1	1	-0	-0	-0
<b>재무활동현금흐름</b>	-2	-3	-4	-4	-5
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-3	-4	-4	-5
기타	0	-0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	2	4	6	16	18
기초현금	15	17	21	26	42
기말현금	17	21	26	42	61
FCF	3	-1	16	23	26

자료 : 티앤엘, SK증권 추정

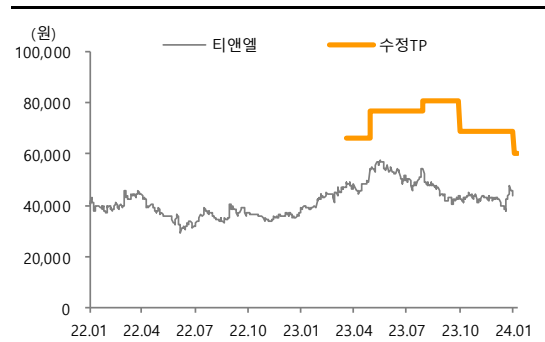
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	72	82	116	131	151
매출원가	41	47	68	76	86
<b>매출총이익</b>	31	34	48	55	64
매출총이익률(%)	42.4	41.9	41.2	41.9	42.7
<b>판매비와 관리비</b>	8	10	12	15	17
<b>영업이익</b>	22	24	35	41	48
영업이익률(%)	31.1	29.8	30.5	30.9	31.6
<b>비영업손익</b>	1	1	3	2	2
순금융손익	0	1	0	0	1
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	23	26	38	43	50
세전계속사업이익률(%)	32.6	31.3	32.9	32.6	33.1
<b>계속사업법인세</b>	4	4	8	9	10
<b>계속사업이익</b>	20	21	30	34	40
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	20	21	30	34	40
순이익률(%)	27.2	25.9	26.3	26.1	26.5
지배주주	20	21	30	34	40
지배주주귀속 순이익률(%)	27.2	25.9	26.3	26.1	26.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	20	21	30	34	40
지배주주	20	21	30	34	40
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	24	26	38	44	51

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	76.9	13.5	42.0	13.5	14.6
영업이익	132.8	8.9	45.4	14.9	17.1
세전계속사업이익	104.2	9.1	48.9	12.6	16.4
EBITDA	121.7	10.0	44.2	14.9	17.2
EPS	95.0	7.8	44.2	12.6	16.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	22.0	19.6	23.1	21.1	20.3
ROE	24.2	21.5	25.5	23.2	22.1
EBITDA마진	33.4	32.4	32.9	33.3	34.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	749.0	604.3	647.1	751.9	847.4
부채비율	9.1	10.3	10.5	9.5	8.7
순차입금/자기자본	-40.4	-30.5	-32.6	-37.8	-41.8
EBITDA/이자비용(배)	6,158.4	788.4	8,583.0	9,371.3	10,615.0
배당성향	16.6	17.2	14.6	14.1	13.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,410	2,598	3,746	4,217	4,908
BPS	11,084	13,281	16,581	20,251	24,563
CFPS	2,617	2,857	4,083	4,605	5,371
주당 현금배당금	400	450	550	600	650
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	19.6	13.9	10.7	10.3	8.8
PBR	4.3	2.7	2.4	2.1	1.8
PCR	18.1	12.7	9.8	9.4	8.1
EV/EBITDA	14.5	9.9	7.4	7.0	5.6
배당수익률	0.8	1.2	1.4	1.3	1.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.18	매수	60,000원	6개월		
2023.10.17	매수	69,000원	6개월	-38.12%	-31.09%
2023.08.14	매수	81,000원	6개월	-43.94%	-35.19%
2023.05.16	매수	77,000원	6개월	-32.04%	-24.81%
2023.04.05	매수	66,000원	6개월	-27.84%	-18.18%



**Compliance Notice**

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)**

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------