

# 티앤엘 (340570/KQ)

보다 더 꾸준할 필요가 있다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 54,000 원(하향)

현재주가: 41,150 원

상승여력: 31.2%



Analyst  
이동건

dglee@sks.co.kr  
3773-9909

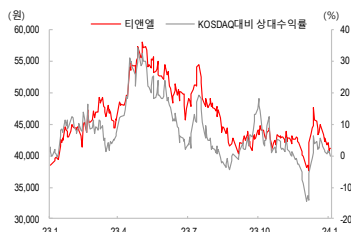
### Company Data

발행주식수	813 만주
시가총액	334 십억원
주요주주	
최운소(외8)	43.67%
자사주	0.69%

### Stock Data

주가(24/02/02)	41,150 원
KOSDAQ	814.77 pt
52주 최고가	57,900 원
52주 최저가	37,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 4Q23 Review: 매출은 예상에 부합. 다만 인센티브로 부진한 이익

4Q23 연결 매출액 및 영업이익은 각각 219 억원(-3.4% YoY, 이하 YoY 생략), 10 억원(-81.3%, OPM 4.5%)을 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 매출액은 부합했으나, 영업이익은 약 80% 하회한 어닝 쇼크를 기록했다.

1) 창상피복재 매출은 앞서 Preview 자료를 통해 언급한 바와 같이 트러블 케어 패치 글로벌 파트너사인 Church & Dwight 의 북미 오프라인 침투 확대를 위한 선제적 재고 확보 목적의 공급 물량이 2Q23 실적에 크게 반영됨에 따라 QoQ 감소세가 이어진 것으로 추정된다. 통상적으로 재고 소진까지 2~3개 분기가 소요된다는 점 감안 시 2Q23 공급된 물량은 대부분 소진, 1Q24 를 기점으로 리스탁킹 수요가 확인되고 있는 것으로 파악된다. 2) 한편 예상치에 부합한 매출액 대비 영업이익이 크게 부진했던 원인은 4Q23 반영된 인센티브에 기인한 것으로 판단된다. 티앤엘은 연간 순이익의 약 20%를 성과급 재원으로 활용함에 따라 약 50~60 억원의 성과급이 4Q23 실적에 반영된 것으로 파악된다. 따라서 성과급 제외 시 영업이익은 추정치에 부합했을 것으로 판단된다.

## 2024 년 실적은 리스탁킹 수요로 회복 전망. '상고하저' 패턴 예상

2024 년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,315 억원(+13.9%), 357 억원(+15.8%, OPM 27.2%)으로 추정한다. 2024 년 실적은 2Q23 파트너사향 트러블 케어 패치 선제적 재고 공급 물량은 통상적으로 재고 소진으로 1Q24 를 기점으로 한 리스탁킹(재고 확충) 수요가 확인되고 있다. 이에 따라 점진적 분기 매출 회복세가 기대되는 가운데 2023 년과 유사한 '2Q>1Q>3Q>4Q'의 실적 패턴이 예상된다. 다만 파트너사의 선제적 재고 확보 규모는 2023 년과는 달리 편차가 드라마틱하지는 않을 것으로 예상되는 만큼 실적 안정성은 다시금 높아질 전망이다.

## 목표주가 5.4 만원으로 하향. 유의미한 반등 위해서는 QoQ 성장 필요

목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 5.4 만원으로 하향한다. 목표주가는 2024 년 예상 순이익에 Target PER 14.0 배(국내 Peer 평균 대비 15% 할인)를 적용해 도출했다. 상반기 주가는 리스탁킹 수요를 바탕으로 나타날 실적 회복 기대감에 양호할 전망, 관건은 하반기 실적이 될 전망이다. 현 주가는 2024 년 예상 PER 10.6 배 거래 중으로 부담스러운 밸류에이션은 아니나 추가적인 투자 매력 부각을 위해서는 꾸준한 QoQ 성장성도 필요하다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	41	72	82	115	131	151
영업이익	십억원	10	22	24	31	36	43
순이익(지배주주)	십억원	10	20	21	27	31	37
EPS	원	1,235	2,410	2,598	3,376	3,872	4,591
PER	배	17.3	19.6	13.9	11.8	10.6	9.0
PBR	배	2.4	4.3	2.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	12.9	14.5	9.9	8.5	7.9	6.3
ROE	%	19.1	24.2	21.5	23.3	21.9	21.6

티앤엘 4Q23 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	21.9	22.7	(3.4)	30.0	(26.9)	23.0	(4.5)	22.3	(1.6)
영업이익	1.0	5.3	(81.3)	8.4	(88.3)	5.6	(82.5)	5.5	(82.1)
세전이익	1.0	4.7	(78.9)	9.6	(89.8)	6.0	(83.7)	6.0	(83.6)
(지배주주)순이익	1.9	4.3	(55.8)	7.7	(75.3)	4.9	(61.0)	4.9	(61.4)
영업이익률	4.5	23.2		28.1		24.5		24.6	
순이익률	8.6	18.8		25.5		21.1		22.0	

자료: 티앤엘, Quantiwise, SK 증권 추정

티앤엘 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024E
매출액	14.8	23.6	20.5	22.7	27.0	36.5	30.0	21.9	81.6	115.5	131.5
YoY	1.4	41.3	12.0	1.7	82.8	54.3	46.7	(3.4)	13.5	41.5	13.9
수출 비중	52.3	62.5	62.0	61.9	71.6	76.1	72.0	58.2	60.3	70.6	72.8
창상파복재	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	1.3	4.5	6.0	6.7
매출총이익	6.5	10.3	8.4	9.1	11.2	15.3	11.8	10.1	34.2	48.4	56.3
YoY	19.7	33.8	(5.7)	6.3	72.5	49.2	40.8	11.3	12.1	41.5	16.3
GPM	43.9	43.5	41.0	39.9	41.4	42.1	39.3	45.9	41.9	41.9	42.8
영업이익	4.7	8.3	6.1	5.3	8.9	12.6	8.4	1.0	24.3	30.8	36.3
YoY	30.5	33.7	(12.3)	(5.9)	89.5	52.3	38.1	(81.3)	8.9	26.9	17.6
OPM	31.6	34.9	29.9	23.2	32.7	34.5	28.1	4.5	29.8	26.7	27.6
세전이익	5.0	9.0	6.9	4.7	9.5	13.0	9.6	1.0	25.6	33.1	38.4
YoY	25.3	44.3	(7.6)	(19.0)	89.4	43.4	40.3	(78.9)	9.1	29.3	16.1
(지배주주)순이익	4.2	7.1	5.5	4.3	7.9	10.0	7.7	1.9	21.1	27.4	31.5
YoY	19.7	42.0	(10.8)	(12.4)	87.2	40.5	39.2	(55.8)	7.8	29.9	14.7
NPM	28.4	30.2	26.9	18.8	29.1	27.5	25.5	8.6	25.9	23.8	23.9

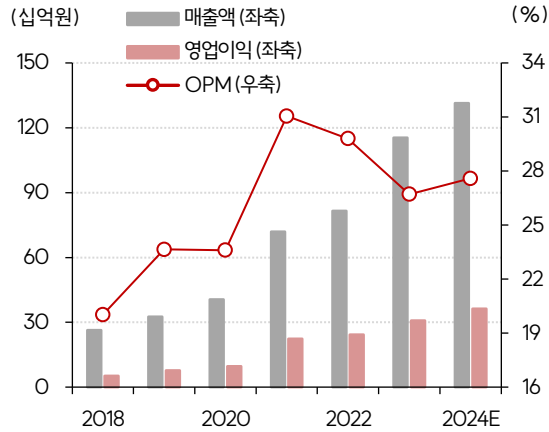
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
티앤엘 기업가치(A*B)	439.1	
A. 티앤엘 2024E (지배)순이익	31.5	
B. Target PER	14.0	국내 주요 에스테틱 기기/용품 Peer 평균 대비 15% 할인
보통주주식수	8,128	
적정주가 산출	54,000	
현재 주가	41,150	2024년 2월 2일 종가
상승여력	31.2%	

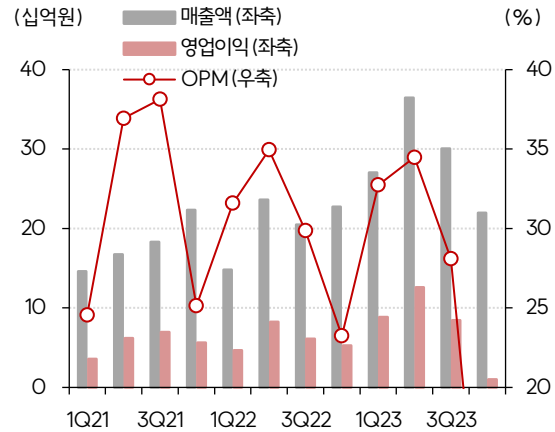
자료: SK 증권 추정

티앤엘 연간 실적 추이 및 전망



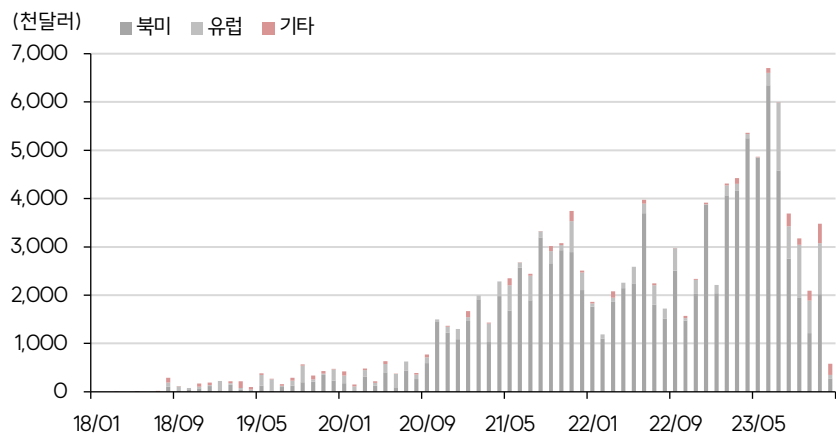
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 분기 실적 추이 및 전망



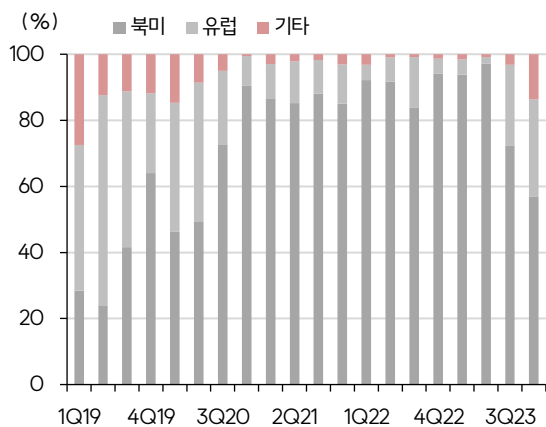
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 월별 창상피복재 수출 통관데이터



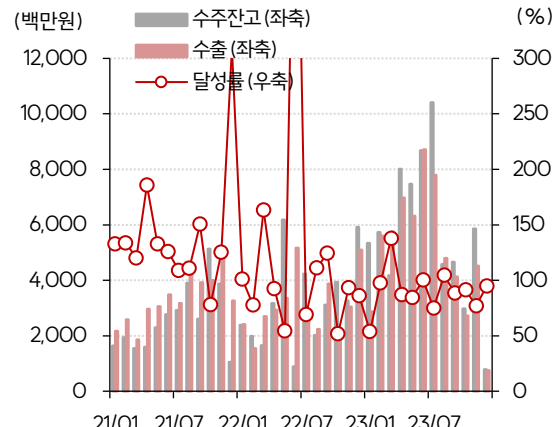
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성시 기준

티앤엘 분기별 지역별 창상피복재 수출 비중 추이



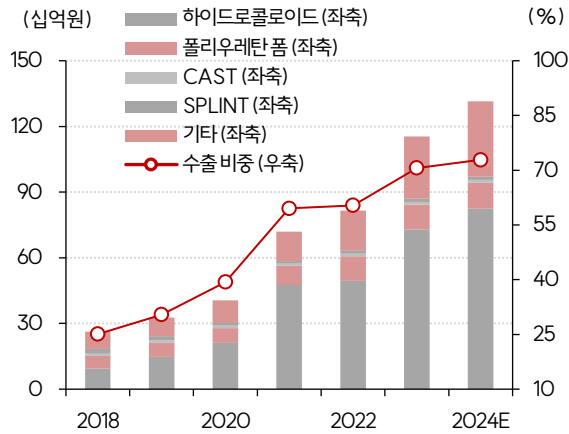
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성시 기준

티앤엘 창상피복재 수주잔고 및 수출액 추이



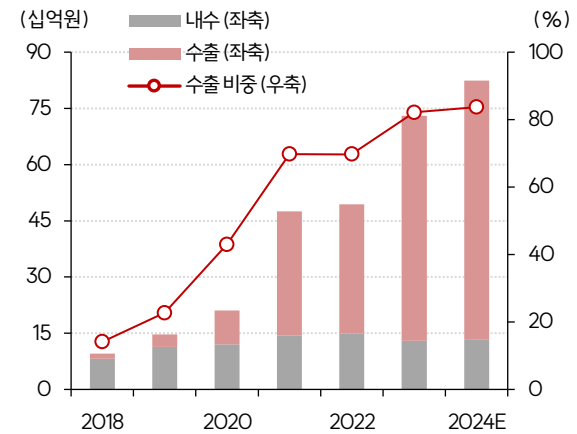
자료: 티앤엘, Trass, SK 증권 / 주: 1,300 원/달러 기준

제품군별 매출 및 수출 비중 추이 및 전망



자료: 티앤엘, SK 증권 추정

하이드로콜로이드 매출액 추이 및 전망



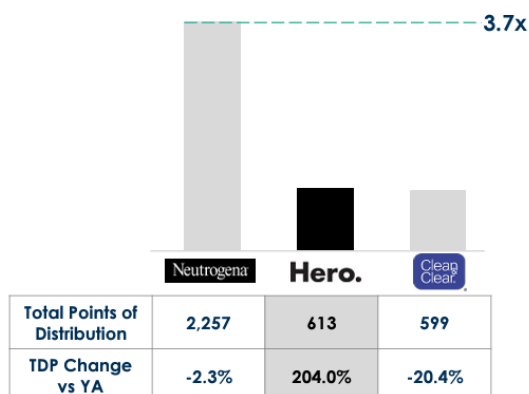
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

Church & Dwight의 Hero 브랜드 2024년 신규 40개국 진출 계획 (4Q23 실적 컨퍼런스 콜 노트)

So I think a lot of faith in the international number. And just international and US are going to benefit from our two most recent acquisitions, which is THERABREATH and HERO. And we're going to be launching HERO in 40 countries in 2024. And we just got so much runway there. So I got total confidence in our ability to grow the top line 4%. Yeah. I guess you can't rest on your laurels since you did 4% for the last 10 years. But given where I stand today and the innovation that we have, I think it's in the bag.

자료: Seeking Alpha, SK 증권

Hero 브랜드의 Acne Treatment 시장 유통 채널 침투 현황



자료: Church & Dwight, SK 증권

Hero 브랜드의 Acne Treatment 시장 가정 내 침투 현황

	Acne Treatment	Hero.
2019	16.3%	0.2%
2020	19.3%	0.9%
2021	20.5%	2.8%
2022	20.3%	4.4%
2023*	21.9%	6.4%

자료: Church & Dwight, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	52	59	79	100	124
현금및현금성자산	17	21	24	37	52
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	144	172	206
<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	130	157	189
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	99	126	158
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	90	106	130	157	189
<b>부채와자본총계</b>	98	117	144	172	206

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	19	15	23	31	37
당기순이익(손실)	20	21	27	31	37
비현금성항목등	6	7	8	10	11
유형자산감가상각비	2	2	3	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	4	5	5	7	8
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	-6	-7	-8
<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	3	13	15
기초현금	15	17	21	24	37
기말현금	17	21	24	37	52
FCF	3	-1	14	20	24

자료 : 티앤엘, SK증권 추정

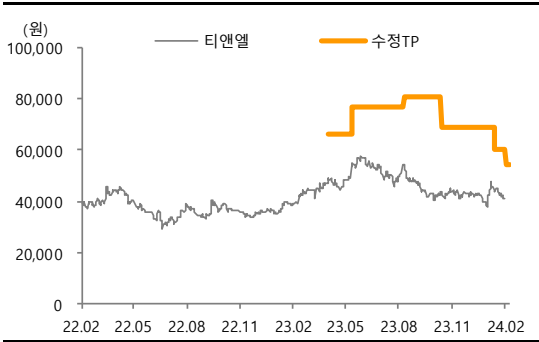
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	72	82	115	131	151
<b>매출원가</b>	41	47	67	75	85
<b>매출총이익</b>	31	34	48	56	66
매출총이익률(%)	42.4	41.9	41.9	42.8	43.6
<b>판매비와 관리비</b>	8	10	18	20	22
<b>영업이익</b>	22	24	31	36	43
영업이익률(%)	31.1	29.8	26.7	27.6	28.8
<b>비영업손익</b>	1	1	2	2	2
순금융손익	0	1	0	0	0
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	23	26	33	38	46
세전계속사업이익률(%)	32.6	31.3	28.6	29.2	30.2
<b>계속사업법인세</b>	4	4	6	7	8
<b>계속사업이익</b>	20	21	27	31	37
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	20	21	27	31	37
순이익률(%)	27.2	25.9	23.8	23.9	24.8
<b>지배주주</b>	20	21	27	31	37
지배주주귀속 순이익률(%)	27.2	25.9	23.8	23.9	24.8
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	20	21	27	31	37
<b>지배주주</b>	20	21	27	31	37
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	24	26	34	39	47

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	76.9	13.5	41.5	13.9	14.6
영업이익	132.8	8.9	26.9	17.6	19.5
세전계속사업이익	104.2	9.1	29.3	16.1	18.6
EBITDA	121.7	10.0	27.1	17.4	19.5
EPS	95.0	7.8	29.9	14.7	18.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	22.0	19.6	21.0	19.9	19.7
ROE	24.2	21.5	23.3	21.9	21.6
EBITDA마진	33.4	32.4	29.1	30.0	31.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	749.0	604.3	624.6	710.5	791.4
부채비율	9.1	10.3	10.7	9.8	9.1
순차입금/자기자본	-40.4	-30.5	-31.1	-35.5	-39.1
EBITDA/이자비용(배)	6,158.4	788.4	7,571.2	8,446.5	9,746.4
배당성향	16.6	17.2	16.2	16.7	16.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,410	2,598	3,376	3,872	4,591
BPS	11,084	13,281	16,210	19,537	23,482
CFPS	2,617	2,857	3,712	4,261	5,054
주당 현금배당금	400	450	550	650	750
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	19.6	13.9	11.8	10.6	9.0
PBR	4.3	2.7	2.5	2.1	1.8
PCR	18.1	12.7	10.8	9.7	8.1
EV/EBITDA	14.5	9.9	8.5	7.9	6.3
배당수익률	0.8	1.2	1.4	1.4	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.02.05	매수	54,000원	6개월		
2024.01.18	매수	60,000원	6개월	-29.13%	-25.00%
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 기관투자자 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 02월 05일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------