

티앤엘 (340570/KQ)

방향성은 그대로, 단기 실적 우려 불필요

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 69,000 원(하향)

현재주가: 43,450 원

상승여력: 58.8%



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

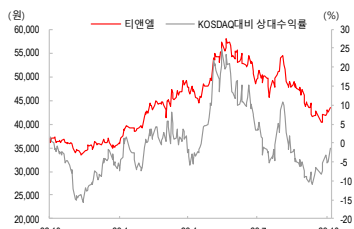
Company Data

발행주식수	813 만주
시가총액	353 십억원
주요주주	
최운소(외8)	44.32%
자사주	0.69%

Stock Data

주가(23/10/16)	43,450 원
KOSDAQ	810.54 pt
52주 최고가	57,900 원
52주 최저가	33,500 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Pre: 전분기 역기저로 당사 추정치 소폭 하회한 실적 전망

3Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 302 억원(+47.7% YoY, 이하 YoY 생략), 96 억원(+57.4%, OPM 31.8%)으로 추정한다. 창상피복재 매출액은 265 억원(+56.3%, -21.1% QoQ)으로 추정한다. 2022년 10월 C&D(Church & Dwight)의 Hero 인수에 따른 파트너사 향 공급 물량 일시적 감소로 전년동기대비 큰 폭의 매출 성장이 기대되나, 전분기대비로는 북미 시장 침투 본격화에 따라 기존 채널향 매출과 더불어 신규 채널향 선제적 재고 공급 목적의 매출도 일부 포함되며 역기저로 작용할 전망이다. 3Q23 안성시 기준 창상피복재 수출액은 1,286 만달러(+85.0%, -24.0% QoQ)로 이와 같은 실적 방향성을 확인할 수 있다. 한편 3Q23 부터 진출을 본격화한 유럽 시장에서의 공급 물량은 점진적으로 확대 중이라는 점에서 긍정적이다. 3Q23 유럽향 창상피복재 수출액은 316 만달러(+195.7%, +808.1% QoQ)로 향후 유럽향 공급 물량의 꾸준한 확대 가능성을 확인할 수 있을 전망이다.

2H23 은 선제적 재고 공급 역기저 지속되나 2024 년 실적 긍정적

2023년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,252 억원(+53.5%), 388 억원(+59.6%, OPM 31.0%)으로 추정한다. 3Q23 을 비롯해 4Q23 실적 역시 지난 2Q23 C&D 로 공급된 북미향 선제적 재고 물량이 역기저 부담으로 작용할 전망이다. 하지만 2H22 대비로는 여전히 약 40%의 고성장 지속이 기대되는 가운데 2H23 이후 유럽 진출 효과가 차츰 가시화될 전망이며, 2Q23 북미향으로 공급된 대부분의 물량은 현재 꾸준히 판매가 증가세인 점을 고려 시 이르면 2024년 초를 기점으로 해소될 전망이다. 따라서 중장기 실적 방향성에 대한 우려는 불필요하다고 판단된다. 앞선 자료들을 통해 언급한 바와 같이 4Q23에는 2024년부터 늘어날 C&D 향 공급 물량에 대응하기 위한 추가적인 증설도 예정되어 있다. 이를 보수적으로 가정하더라도 2024년 매출액과 영업이익은 전년대비 20.3%, 27.8% 증가할 것으로 예상된다.

방향성과 밸류에이션 매력은 여전. 2024년 예상 PER 8배로 저평가

2H23 실적은 여전히 전년동기대비 고성장이 지속되고 있다는 점에서 우려할 요인이 아니라고 판단된다. 2024년부터는 공급 물량의 유의미한 확대가 예상되고, 유럽향 공급도 본격화된 만큼 실적 및 밸류에이션 매력은 여전히 높다. 현 주가는 2024년 예상 PER 8배 거래 중이다. 비록 목표주가는 최근 Peer 주가 하락 및 실적의 보수적 추정을 반영해 6.9 만원으로 소폭 하향하나 상승여력은 58.8%로 여전히 높다. 참고로 목표주가는 12개월 선행 지배주주순이익 382 억원에 Target PER 14.6 배를 적용해 도출했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	41	72	82	125	151	176
영업이익	십억원	10	22	24	39	50	63
순이익(지배주주)	십억원	10	20	21	33	41	52
EPS	원	1,235	2,410	2,598	4,086	5,102	6,405
PER	배	17.3	19.6	13.9	10.4	8.3	6.6
PBR	배	2.4	4.3	2.7	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	배	12.9	14.5	9.9	7.3	5.3	3.7
ROE	%	19.1	24.2	21.5	27.5	26.9	26.5

티앤엘 3Q23 실적 추정

(십억원, %)	3Q23E	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	30.2	20.5	47.7	36.5	(17.1)	33.6	(10.1)	33.6	(10.1)
영업이익	9.6	6.1	57.4	12.6	(23.5)	10.6	(9.3)	10.6	(9.3)
세전이익	10.3	6.9	50.1	13.0	(20.7)	11.2	(8.2)	11.2	(8.2)
(지배주주)순이익	8.2	5.5	49.6	10.0	(18.1)	9.0	(8.6)	9.0	(8.6)
영업이익률	31.8	29.9		34.5		31.5		31.5	
순이익률	27.2	26.9		27.5		26.8		26.8	

자료: 티앤엘, FnGuide, SK 증권 추정

티앤엘 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	14.8	23.6	20.5	22.7	27.0	36.5	30.2	31.5	81.6	125.2	150.6
YoY	1.4	41.3	12.0	1.7	82.8	54.3	47.7	38.6	13.5	53.5	20.3
수출 비중	52.3	62.5	62.0	61.9	71.6	76.1	71.6	70.9	60.3	72.7	76.4
창상피복재	12.0	19.8	16.9	19.6	23.2	33.6	26.5	27.5	68.4	110.8	135.6
YoY	6.7	41.5	11.4	3.8	93.1	69.1	56.3	40.7	15.2	62.0	22.4
하이드로콜로이드	8.9	14.5	12.7	13.3	16.3	24.9	19.7	20.0	49.4	81.0	95.2
폴리우레탄 폼	2.2	3.0	3.2	3.0	3.0	3.1	3.4	3.2	11.3	12.8	13.4
기타(마이크로니들 포함)	0.8	2.3	0.9	3.1	3.8	5.3	3.2	4.2	7.1	16.5	26.4
상품	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.5	0.6	0.6
정형외과용 고정제	1.8	2.6	2.3	2.0	2.2	1.3	2.1	2.2	8.7	7.9	8.2
YoY	(6.8)	44.0	9.9	(15.6)	20.9	(48.2)	(7.7)	11.2	5.9	(9.3)	3.8
제품	0.8	1.2	0.4	1.4	1.0	0.9	1.1	1.2	3.7	4.2	4.4
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	1.6	1.7	4.5	6.4	6.8
매출총이익	6.5	10.3	8.4	9.1	11.2	15.3	12.4	11.8	34.2	50.8	65.1
YoY	19.7	33.8	(5.7)	6.3	72.5	49.2	48.0	30.7	12.1	48.4	28.2
GPM	43.9	43.5	41.0	39.9	41.4	42.1	41.1	37.6	41.9	40.6	43.2
영업이익	4.7	8.3	6.1	5.3	8.9	12.6	9.6	7.8	24.3	38.8	49.6
YoY	30.5	33.7	(12.3)	(5.9)	89.5	52.3	57.4	47.0	8.9	59.6	27.8
OPM	31.6	34.9	29.9	23.2	32.7	34.5	31.8	24.7	29.8	31.0	32.9
세전이익	5.0	9.0	6.9	4.7	9.5	13.0	10.3	8.8	25.6	41.5	51.8
YoY	25.3	44.3	(7.6)	(19.0)	89.4	43.4	50.1	88.5	9.1	62.4	24.8
(지배주주)순이익	4.2	7.1	5.5	4.3	7.9	10.0	8.2	7.1	21.1	33.2	41.5
YoY	19.7	42.0	(10.8)	(12.4)	87.2	40.5	49.6	65.8	7.8	57.3	24.8
NPM	28.4	30.2	26.9	18.8	29.1	27.5	27.2	22.5	25.9	26.5	27.5

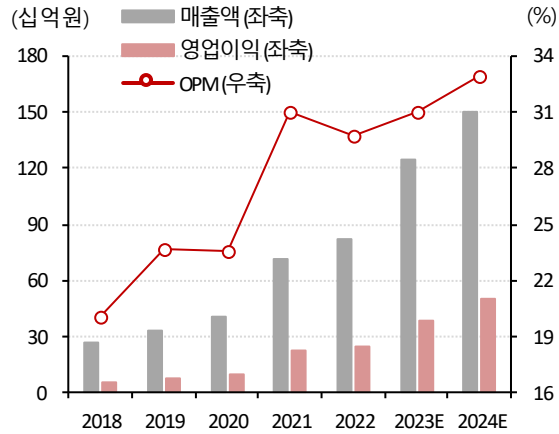
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
티앤엘 기업가치(A*B)	558.0	
A. 티앤엘 12MF (지배)순이익	38.2	
B. Target PER	14.6	국내 주요 에스테틱 기기/용품 Peer 평균 대비 15% 할인
보통주주식수	8,128	
적정주가 산출	69,000	
현재 주가	43,450	2023년 10월 16일 종가
상승여력	58.8%	

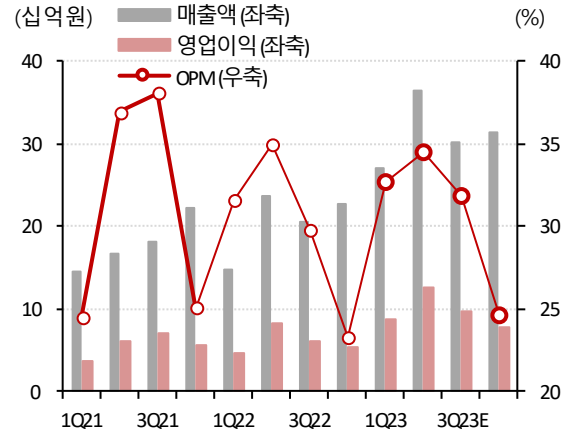
자료: SK 증권 추정

티앤엘 연간 실적 추이 및 전망



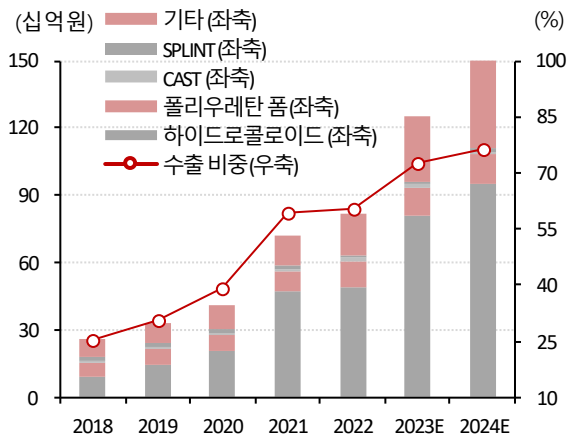
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 분기 실적 추이 및 전망



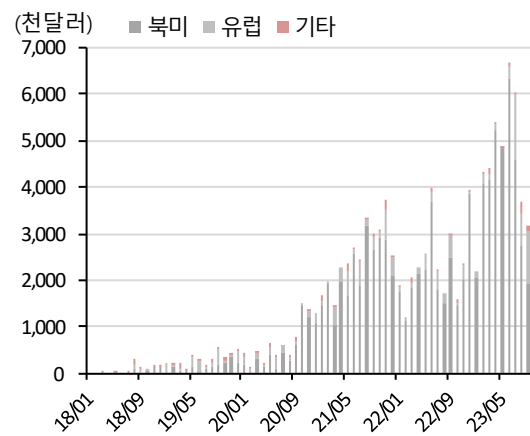
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

제품군별 매출 및 수출 비중 추이 및 전망



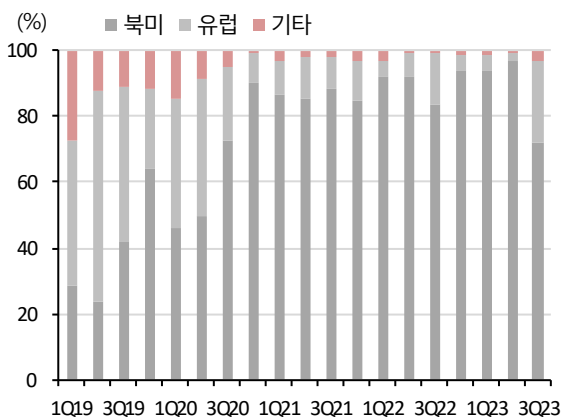
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 월별 창상피복재 수출 통관데이터



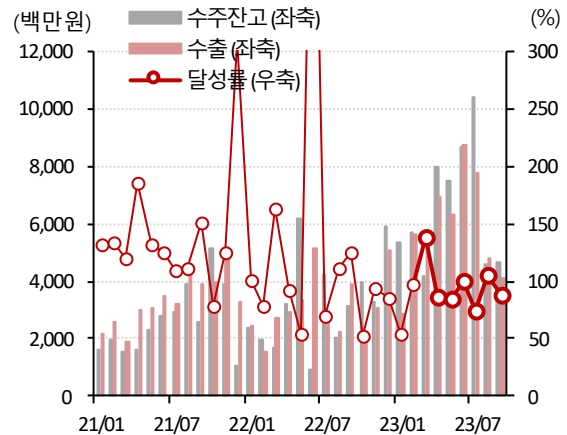
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성 기준

티앤엘 분기별 지역별 창상피복재 수출 비중 추이



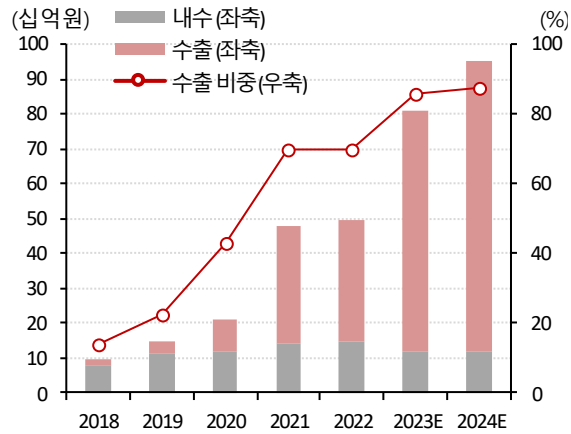
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성 기준

티앤엘 창상피복재 수주잔고 및 수출액 추이



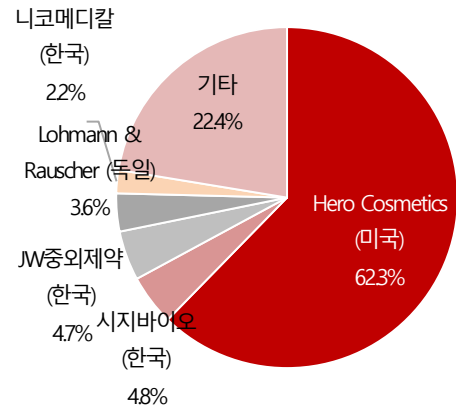
자료: 티앤엘, Trass, SK 증권 / 주: 1,300 원/달러 기준

하이드로콜로이드 매출액 추이 및 전망



자료: 티앤엘, SK 증권 추정

주요 고객사별 매출 비중



자료: 티앤엘, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	52	59	86	117	158
현금및현금성자산	17	21	26	45	73
매출채권 및 기타채권	8	14	22	26	31
재고자산	7	11	16	20	23
비유동자산	46	58	65	73	82
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	43	56	63	70	80
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	98	117	150	190	240
유동부채	7	10	13	16	18
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1	5	8	10	12
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	2	2
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8	11	15	17	20
지배주주지분	90	106	136	173	220
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	105	142	189
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	90	106	136	173	220
부채와자본총계	98	117	150	190	240

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	19	15	26	39	50
당기순이익(손실)	20	21	33	41	52
비현금성항목등	6	7	11	13	16
유형자산감가상각비	2	2	3	3	4
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	4	5	8	10	12
운전자본감소(증가)	-5	-8	-10	-6	-6
매출채권및기타채권의감소(증가)	-0	-6	-8	-4	-4
재고자산의감소(증가)	-2	-4	-6	-3	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	-3	4	3	2	2
기타	0	-2	1	0	0
법인세납부	-1	-5	-8	-10	-13
투자활동현금흐름	-15	-5	-16	-15	-17
금융자산의감소(증가)	0	9	-6	-4	-4
유형자산의감소(증가)	-16	-16	-9	-11	-13
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	-0	-0
기타	1	1	-0	-0	-0
재무활동현금흐름	-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
현금의 증가(감소)	2	4	5	19	28
기초현금	15	17	21	26	45
기말현금	17	21	26	45	73
FCF	3	-1	17	28	37

자료 : 티앤엘, SK증권 추정

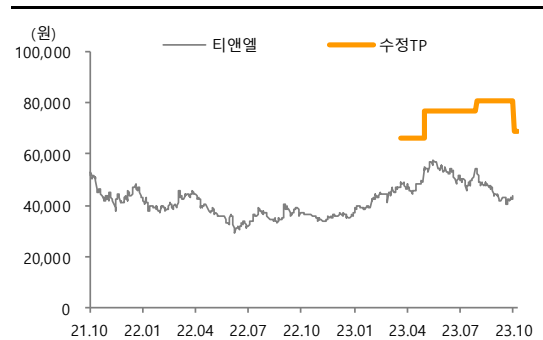
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	72	82	125	151	176
매출원가	41	47	74	85	94
매출중이익	31	34	51	65	82
매출중이익률(%)	42.4	41.9	40.6	43.2	46.3
판매비와 관리비	8	10	12	16	19
영업이익	22	24	39	50	63
영업이익률(%)	31.1	29.8	31.0	32.9	35.7
비영업손익	1	1	3	2	2
순금융손익	0	1	0	0	1
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	23	26	42	52	65
세전계속사업이익률(%)	32.6	31.3	33.2	34.4	37.0
계속사업법인세	4	4	8	10	13
계속사업이익	20	21	33	41	52
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	20	21	33	41	52
순이익률(%)	27.2	25.9	26.5	27.5	29.6
지배주주	20	21	33	41	52
지배주주귀속 순이익률(%)	27.2	25.9	26.5	27.5	29.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	20	21	33	41	52
지배주주	20	21	33	41	52
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	24	26	42	53	67

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	76.9	13.5	53.5	20.3	16.8
영업이익	132.8	8.9	59.6	27.8	26.5
세전계속사업이익	104.2	9.1	62.4	24.8	25.5
EBITDA	121.7	10.0	57.2	27.0	26.1
EPS	95.0	7.8	57.3	24.8	25.5
수익성 (%)					
ROA	22.0	19.6	24.8	24.4	24.2
ROE	24.2	21.5	27.5	26.9	26.5
EBITDA마진	33.4	32.4	33.2	35.0	37.8
안정성 (%)					
유동비율	749.0	604.3	634.7	747.5	880.7
부채비율	9.1	10.3	10.9	10.0	8.9
순차입금/자기자본	-40.4	-30.5	-32.3	-38.8	-44.9
EBITDA/이자비용(배)	6,158.4	788.4	9,270.3	10,983.3	13,193.6
배당성향	16.6	17.2	13.4	11.7	10.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,410	2,598	4,086	5,102	6,405
BPS	11,084	13,281	16,921	21,477	27,285
CFPS	2,617	2,857	4,423	5,490	6,868
주당 현금배당금	400	450	550	600	650
Valuation지표 (배)					
PER	19.6	13.9	10.4	8.3	6.6
PBR	4.3	2.7	2.5	2.0	1.6
PCR	18.1	12.7	9.6	7.7	6.2
EV/EBITDA	14.5	9.9	7.3	5.3	3.7
배당수익률	0.8	1.2	1.3	1.4	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.10.17	매수	69,000원	6개월		
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 (2023년 10월 17일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------