



| 미용/의료기기 |

티앤엘(340570.KQ)

Time to Level up, T&L

2Q24 Review: 24년 2분기 기준 매출액 548억 원(YoY +50%)을 달성하며 분기 기준 최대 매출을 기록했다. 특히 73.6%의 수출 비중을 기록하며 해외에서의 강한 수요를 증명하였다.

Investment Point 1. 수출로 증명하는 강력한 수요 & Q 성장

해외 수출을 중심으로 강한 Q 성장이 기대된다. 주 고객사 Hero의 Mighty patch는 아마존 Beauty & Personal Care 부문 1위로 트러블 패치 시장의 선두 주자다. CAGR +9.87%의 트러블 패치 시장 성장과 Look in 효과로 인한 점유율 확대를 바탕으로 2Q25 453억 원(YoY +21.7%)의 수출을 기록할 것으로 전망한다. 또한 국내 매출의 약 50%가 올리브영을 통해 중국 시장에 수출되고 있음을 고려할 때, 2025년 올리브영이 중국 PB 브랜드를 런칭함에 따라 중국 매출 성장이 이뤄질 것으로 판단한다.

Investment Point 2. C&D 손잡고 글로벌로 도약

C&D를 통한 추가 유통망 확대로 동사의 추가 매출 상승세가 기대된다. CVS와 월마트를 포함한 미국 내 미업점 오프라인 매장 진출로 'Mighty Patch'의 입지를 확고히 할 것으로 예상된다. 또한, 유럽 신규 국가 진출 및 본격적인 오프라인 유통망 확대를 통해 25년 하이드로콜로이드 매출 1,800억 원(YoY +77%)을 달성할 것으로 전망한다. 또한, 독보적인 하이드로콜로이드 기술력과 마케팅 효과를 바탕으로 트러블 케어 시장 내 높은 점유율을 견고히 유지할 것으로 전망한다.

Investment Point 3. 준비된 신성장 동력

신성장 동력인 마이크로니들패치와 CBD 제품이 미래 성장을 견인할 것으로 전망한다. 30%의 고마진 상품인 마이크로니들패치의 높은 수요를 바탕으로 강한 영업이익 성장이 예상된다. 또한, 29조 원(CAGR +15.8%)의 의료용 대마 시장에 MOU를 체결해 진출할 예정이다. 이러한 신사업을 포함한 미래의 수요 성장에 대응하여 대규모 설비 증설을 진행했다. 이를 통해 하반기부터 CAPA 확장의 가시적인 성과를 전망한다.

Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical PER을 채택하였다. Target PER 16.1배, 12M Fwd 당기순이익 50,740백만 원을 적용하여, **목표주가 100,000원, 상승여력 39.9%, 투자 의견 BUY를 제시한다.**

Investment Fundamentals

(십억원, 원, 배)

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	71.9	81	115	177.3	234.7
영업이익	22.3	24.3	30.8	54.6	84.9
순이익	19.6	21.1	27.4	45.3	68.1
EPS	2,410	2,598	3,376	5,573	8,373
PER	19.6	13.9	11.8	12.8	8.5
PBR	4.3	2.8	2.5	3.4	2.5
OPM	31.1	29.8	26.7	30.8	36.2
ROE	24.2	19.9	21.1	26.4	28.9

투자의견

BUY

목표주가

100,000원

현재주가(10.02)

71,500원

상승여력

39.9%

Stock Data

KOSPI(10/2)	2,561.7
KOSDAQ	762.1
시가총액	5,812억원
발행주식(주)	8,128,000
52주 최고/최저(원)	77,000/37,500
외국인지분율(%)	16.9%
주요주주(%)	최연소 외 9인 42.61%
	자사주 0.69%
주가상승률(%)	1개월 5.74%
	6개월 37.50%
	12개월 72.00%

Stock Price



Research Team 3

팀장	38기 최민영	znsd0110@gmail.com
	36기 홍우현	woohyeon801@naver.com
	38기 장민호	jmh010824@gmail.com
	39기 손규영	sonjong980304@naver.com
	39기 연서희	jane2103@naver.com
	39기 이희재	sn74204@gmail.com

CONTENTS

I . Intro	1
산업분석	1
기업개요	2
II . Investment Point	5
1. Investment Point 1. 수출로 증명하는 강력한 수요 & Q 성장	5
1-(1). 아마존 1위 베스트셀러 mighty patch	5
1-(2). 트러블 패치 없으면 밖에 못 나가요	6
1-(3). 해외 수출을 통한 하반기 실적 업사이드	7
2. Investment Point 2. C&D 손잡고 글로벌로 도약	8
2-(1). C&D와의 파트너십을 통한 매출 Booster UP	8
2-(2). 수출국 다양화를 통해 글로벌로 나아가는 티앤엘	9
2-(3). 경쟁력 high, 히드로콜로이드	10
3. Investment Point 3. 준비된 신성장 동력	11
3-(1). 즉각적인 효능, 즉각적인 반응	11
3-(2). 대마! 이제는 피부에 붙이세요	12
3-(3). 성장에 대한 자신감을 확인할 수 있는 CAPEX 투자	13
III . Risk	14
IV . Estimate Logic	16
V . Valuation	19

I . Intro

산업 분석

상반기 화장품 산업의 호황은 1)해외 수출 2) 스킨 케어 3) 가성비 소비를 중심으로 해석된다. 세계 1위 규모의 미국 화장품 시장에 한국 화장품 수요가 늘어나며 최근 8개월 동안 두 자릿수의 수출 증가율을 기록했다. 이러한 성장세는 하반기에도 이어질 것이라 전망하며, 제2의 전성기를 맞은 화장품 산업에 주목할 것을 제안한다.

1) 해외 수출로 리레이팅 시작

미국 중심 해외 수출 증가
→ 멀티플 재평가 key driver

한국 화장품 산업은 해외 수출 증가로 새롭게 평가받으며 시장을 주도하고 있다. 과거 중국 수출에 의존하던 화장품 산업은 한한령, 사드 보복의 영향으로 매출이 감소하며 실적 부진을 겪었다. 그러나, 미국을 비롯한 여러 국가로 수출국이 확장되며 2Q24 화장품 수출액은 역대 최고 규모인 21억 달러(YoY +12%)를 기록했다. 23년 기준 화장품 수출에서 미국 비중은 역사상 가장 높은 14.4%를 달성했으며, 일본 등을 포함한 기타 국가의 비중도 53.4%로 증가하며 수출 성장을 뒷받침했다.

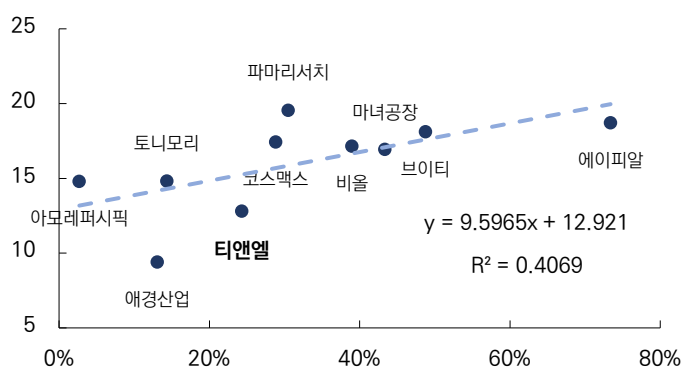
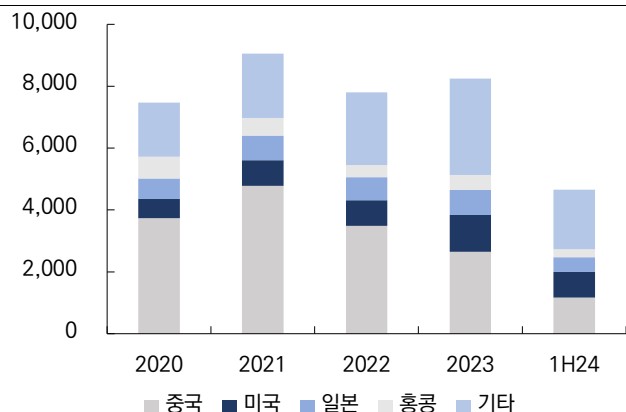
화장품 기업들의 해외 수출액이 증가함에 따라 주가에 대한 재평가가 이뤄지고 있다. 화장품 산업은 중국 시장의 부진 이후 내수 산업으로 평가받았으나, 최근 해외 수출을 중심으로 높은 성장을 이뤄내며 수출 성장률이 높을수록 높은 멀티플을 부여받고 있다. 미용 섹터 기업이 일반적으로 10~15배의 PER을 보이는 것과 달리, 수출액 성장률이 높은 에이피알(YoY +73.4%), 브이티(YoY +48.8%)는 각 18.7배, 18.1배의 높은 PER을 적용받고 있다. 즉, 해외 수출액이 증가함에 따라 미용 섹터 내 멀티플 리레이팅에 대한 기대감이 존재한다.

화장품 수출 국가별 추이

(단위: 백만 달러)

미용 섹터 수출액 성장률(YoY%) - PER 비교

(단위: %, 배)



출처: 관세청, RFS Team 3

출처: 각사, RFS Team 3

2) 대세는 잡티 없는 피부

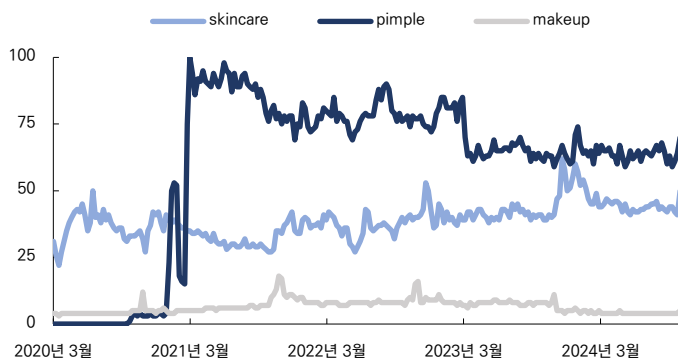
팬데믹 시기의 피부 트러블 고민과 깨끗한 피부를 추구하는 'Clean girl' 컨셉의 영향으로, **미국 내 뷰티 트렌드는 메이크업에서 스킨케어로 변화했다**. 미국 소비자들은 2020년을 기점으로 트러블 및 스킨케어를 검색하는 빈도가 급등하며 이에 대한 관심이 높아졌음을 확인할 수 있다. 스킨케어 시장은 미국 화장품 시장에서 23%(CAGR +6%)를 차지하며 메이크업(M/S 17%, CAGR +4%) 대비 높은 성장세를 보인다. 스킨케어를 강조하는 트렌드 속에서 국내 기업들의 수출 실적 또한 두드러진다. 1H24 북미 수출 데이터에서도 기초 화장품은 5.9억 달러(YoY +86.5)를 기록하며 호실적을 기록했다. 이처럼 **미국 내 스킨케어 시장을 중심으로 한국 화장품의 수출이 증가하고 있기 때문에 스킨케어 부문에 주목해야 한다고 판단한다**.

미국 스킨케어, 트러블, 메이크업 Google Trend

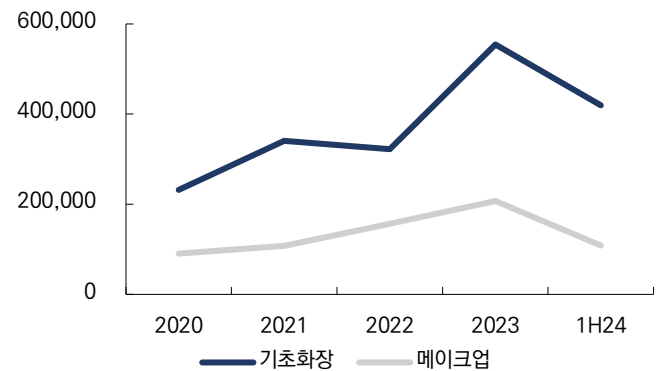
(단위: point)

화장품 미국 수출 추이

(단위: 천 달러)



출처: GoogleTrend, RFS Team 3



출처: 관세청, RFS Team 3

3) 가성비 트렌드에 부합하는 트러블 패치

잡티 없는 피부
+ 가성비 트렌드 필수품
= 트러블 패치

가성비 소비 트렌드의 영향으로 트러블 패치에 대한 주목도가 상승할 것으로 전망한다. 2020년대 초반 장기간의 인플레이션을 겪으며 소비자들은 화장품을 구매할 때 합리적인 제품 가격을 중요시하기 시작했다. 특히 서구권을 중심으로 가성비 소비에 대한 인식이 자리 잡았는데, 저렴한 가격이 화장품 구매에 영향을 미친다고 응답한 소비자 비중은 프랑스(30%), 캐나다(29%), 스페인(28%), 미국(24%) 순으로 높았다. 이러한 환경 속에서 트러블 패치는 가성비 트렌드에 부합하는 제품이라 판단한다. 미국 시장에서 여드름 주사가 20~100\$인 반면, 72회 사용 가능한 트러블 패치는 15\$에 불과하다. 즉, 여드름 패치는 가성비 트렌드에 부합하는 제품이며 앞으로의 성장에 주목할 것을 제안한다.

기업 개요

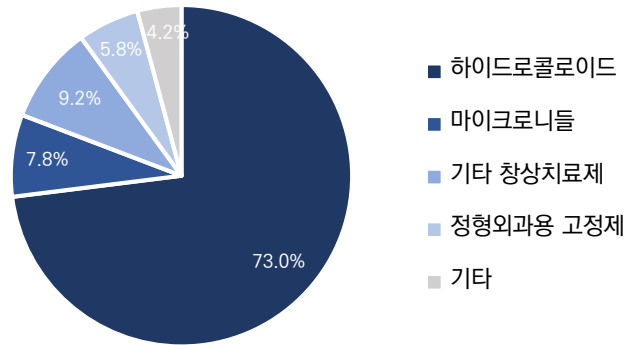
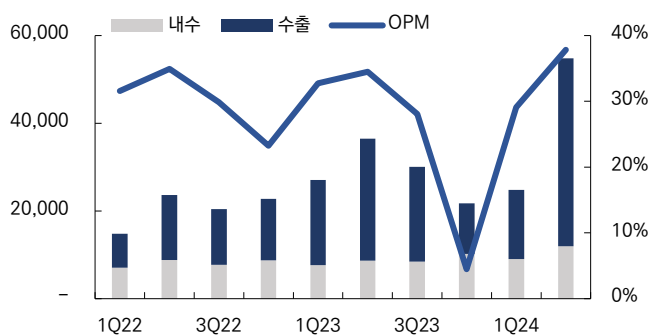
소재 기술을 바탕으로 한 트러블 케어 Top Pick

동사는 하이드로콜로이드를 비롯한 의료용 소재와 제품을 개발 및 판매하는 기업이다. 사업 초기 고기능성 소재 기술을 바탕으로 성장하였으며, 현재는 뛰어난 소재 기술을 바탕으로 창상피복재와 정형외과용 고정제를 주요 제품으로 보유하고 있다. 하이드로콜로이드, 마이크로니들 등으로 구성된 창상 치료제가 전체 매출의 90%를 차지하고 있으며, 해외 수출을 통해 빠른 성장을 전망한다. 2Q24 해외 매출 428억 원(YoY +54.1%)을 기록하는 등 주목할 만한 성장성을 보여주었다. **뛰어난 제품 기술력과 HERO cosmetics, 올리브영 등 유통 채널과의 협업을 통해 Top-Line 성장이 지속될 것으로 전망한다.**

티앤엘 실적 추이

(단위: 백만원, %) 1H24 티앤엘 부문별 매출

(단위: %)



출처 : 티앤엘, RFS Team 3

출처 : 티앤엘, RFS Team 3

든든한 Cash Cow 창상피복재

의료기기

: 질병 치료, 경감, 처치 목적

의약품

: 인체에 대한 작용이 약함

창상피복재는 HERO cosmetics와의 협업을 통해 동사의 핵심 Cash Cow로 자리잡았다. 창상피복재는 신체의 상처를 오염으로부터 보호하고 체액의 손실을 막기 위해 사용되는데, 일반적인 밴드형 반창고가 의약품으로 분류되는 것과 달리 인체에 직접적으로 작용하는 의료기기로 분류된다. 일반적으로 폼 드레싱 형태이지만, 동사는 트러블 케어 제품을 주력으로 하고 있다. 2018년 미국 HERO cosmetics에 ODM 형태로 제품을 납품하기 시작하였으며, HERO향 매출은 2021년 300억 원에서 2023년 714억 원으로 138% 증가하는 모습을 보였다. 현재 Mighty patch는 아마존 Beauty & Personal Care 부분에서 1위를 기록하고 있으며, **Mighty patch와 함께할 동사의 Q 성장에 대해 살펴보고자 한다.**

창상피복재를 활용한 마이크로니들, 의료용 대마 등 신사업 진출 기대감 또한 존재한다. 동사는 현재 마이크로니들을 활용해 미용 관련 유효 성분을 피부에 전달하는 제품을 상용화했으며, 의료용으로 연구개발을 진행 중이다. 슬로베니아의 파마헵스와 협업하여 의료용 대마를 활용한 마이크로니들, 하이드로콜로이드 패치를 개발하고 있다. **기존 창상피복재의 경쟁력을 활용하고 있는 만큼 신사업의 성공 가능성이 높다고 판단하며, 동사의 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 기대한다.**

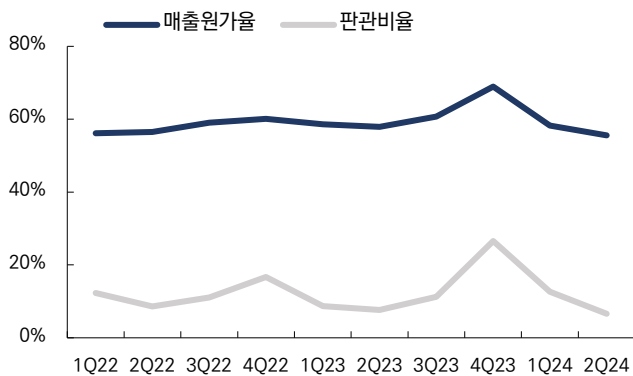
재무 분석

동사의 원가율은 매우 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 매출원가율의 경우, 약 50억 원의 성과급 지급 이슈가 있었던 4Q23를 제외하면, 1Q22부터 2Q24까지 56%~60% 범위에서 일정하게 유지되었다. 판매관리비율 역시 4Q23을 제외하면 9%~10%대의 견고한 수준을 유지하고 있다. 특히, 매출액과 상관계수가 0.8 이상인 변동비가 약 93%를 차지하고 있어, 제품 가격이 동사의 수익성에 직접적인 영향을 미치는 구조임을 확인할 수 있다.

동사의 유동비율은 하락하는 추세지만 여전히 안정적인 수준을 유지하고 있다. 2Q24 유동비율은 497.4%로 감소하는 추세지만 재고자산을 제외한 유동자산이 유동부채보다 4배 이상 많기 때문에 단기부채를 상환할 수 있는 능력은 충분하다. 부채비율의 경우, 2Q24 14.3%로 2023년 대비 4.6% 상승한 수치이다. 이는 매입채무가 24년 상반기 50억 이상 증가한 영향이 가장 크게 작용하였으며, 동사 제품의 증가하는 수요에 대비하기 위한 목적으로 해석된다. 또한 총부채 중 유동부채가 약 89.7% 차지하고 있다. 이는 동사가 금리 변동이나 시장 변화와 같은 장기적인 재무위험에 노출될 가능성이 크지 않은 것으로 파악된다.

매출원가율, 판매관리비율

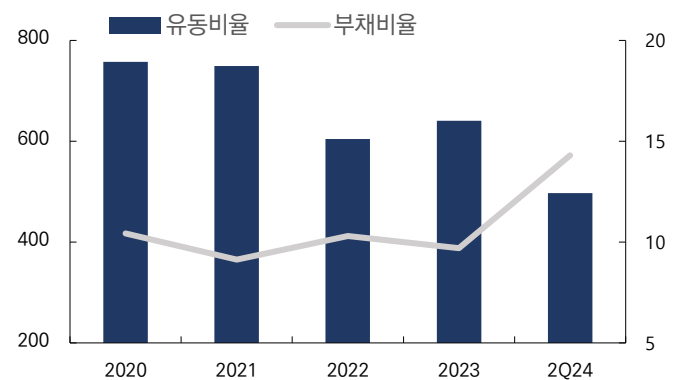
(단위: %)



출처: 티앤엘, RFSTeam3

유동비율, 부채비율

(단위: %)



출처: 티앤엘, RFSTeam3

II. Investment Point

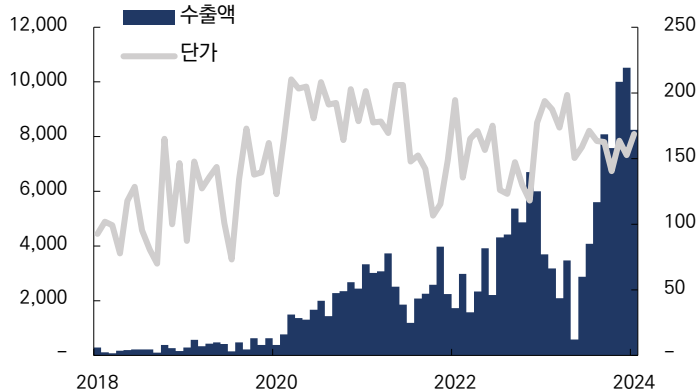
Investment Point 1. 수출로 증명하는 강력한 수요 & Q 성장

1-(1) 아마존 1위 베스트셀러 mighty patch

글로벌 팬데믹과 마스크 착용으로 인한 피부 트러블은 해외 소비자들 사이에서 트러블 케어에 관심을 가지게 된 계기였다. 해당 시기 미국 소비자의 49%가 여드름을 가장 큰 피부 고민으로 꼽았으며, 이는 mighty patch가 미국 시장에서 성장할 수 있는 기회로 작용하였다. 동사의 공장이 위치한 경기 안성시의 창상피복재 수출 금액은 2021년 30.5백만 달러를 기록하며 YoY +271% 증가하는 모습을 보였다. HERO는 해당 기간동안 미국 시장에 '트러블 패치'라는 제품군을 성공적으로 인식시켰고, 현재까지 아마존 Beauty & Personal Care 부문 1위를 유지하고 있다.

경기 안성시 창상피복재 수출

(단위: 천 달러, 달러) HERO cosmetics Mighty patch



출처 : Trass, RFS Team 3

*HS CODE: 3005.90.4000



출처 : AMAZON, RFS Team 3

트러블 패치 시장 전망

FY23 USD 96 Billion
FY31 USD 186 Billion
CAGR +9.87%

트러블 케어 시장이 성장하며 가장 큰 수혜를 볼 기업은 트러블 패치 선두 주자인 동사일 것으로 전망한다. 트러블 패치는 국내 기준으로는 대중화된 성숙 시장이지만, 글로벌 기준으로는 초기 단계이다. 2023년 기준 960억 달러로 현시점의 시장 규모는 크지 않으나, CAGR +9.87%라는 한 자릿수 후반의 성장성에 주목할 만하다. 미국 시장에서 인플루언서 콘텐츠, 스킨케어 챌린지 등의 영향으로 기초 피부에 대한 소비자의 관심이 높아졌으며, 저렴하고 간편하게 피부를 관리할 수 있는 트러블 패치에 대한 관심이 높아진 것으로 해석된다. 트러블 패치 시장의 성장 속에서 점유율 1위 브랜드를 생산하는 동사에 주목할 것을 제안한다.

1-(2) 트러블 패치 없으면 밖에 못 나가요

트러블 패치 시장 특성

국내 → 성숙 시장

미국 → 초기 성장 단계

트러블 패치가 생활 필수품으로 자리매김함으로써 동사의 Q 성장에 이뤄질 것으로 전망한다. 동사는 1Q24 역대 최대인 480억원의 수주 잔고를 바탕으로 2Q24 YoY +50%의 매출 성장을 기록했으나, 최근 높은 성장성을 보였기 때문에 성장 둔화와 피크아웃에 대한 우려가 존재하는 상황이다. 그러나 본 리서치팀은 1) 제품 출시 후 5~8년 시점의 국내 시장과 유사하다는 점, 2) 다양한 제품 포트폴리오와 점유율을 토대로 고객 Look-in 가능성이 가장 높은 브랜드라는 점을 근거로 **미국에서 트러블 패치는 생활 필수품으로 자리잡는 초기 구간이며, mighty patch의 시장 지배력이 높아질 것으로 판단한다.**

연도별 올리브영 어워즈 패치/국소케어 순위

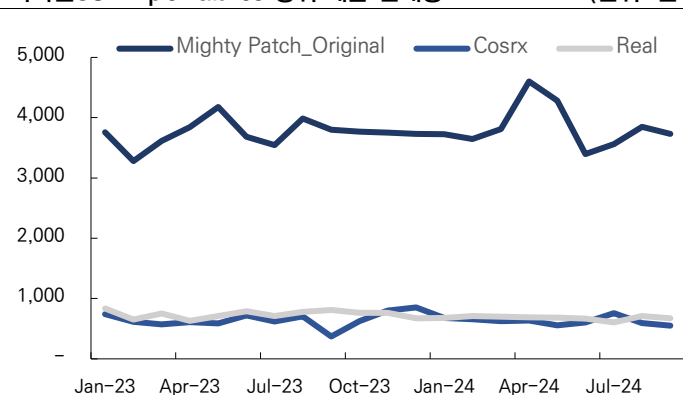
연도	1위	2위	3위	4위
2015		넥스케어		
2016		넥스케어, 케어플러스, 차앤박		
2017		넥스케어, 닥터원더		
2018	케어플러스	닥터원더	블레미쉬	
2019	케어플러스	엘라밴드	아이소이	닥터자르트
2020	케어플러스	아크로패스	이지덤뷰티	아이소이
2021	케어플러스	아크로패스	이지덤뷰티	넥스케어
2022	케어플러스	이지덤뷰티	아크로패스	마데카솔
2023	케어플러스	이지덤뷰티	아크로패스	마르시끄

출처: 올리브영, RFS Team 3

*2017년도까지는 순위 선정을 진행하지 않음

아마존US Pimple Patches 상위 제품 판매량

(단위: 천개)



출처: Viral launch, RFS Team 3

필수 소비재

: 동일 브랜드 반복 구매

임의 소비재

: 브랜드 이미지, 트렌드에 민감

현재 미국 트러블 패치 시장은 2010년대 후반 한국 시장과 유사성을 보이며, 한국 시장의 성숙 과정을 고려했을 때 mighty patch의 시장 점유율 확대 가능성에 주목할 것을 제안한다. 주요 화장품 유통망인 올리브영과 쿠팡을 분석한 결과 2018년 이후로 '케어플러스', '이지덤 뷰티' 등이 상위권을 유지하고 있다. 이는 필수 소비재의 특성과도 연결되는데, 필수 소비재를 구매할 때 소비자들은 품질에 만족하고 익숙한 브랜드를 반복 구매하는 경향을 보인다. 국내에서 2010년대 초반 트러블 패치가 상품화되었으나 본격적인 Look-in 효과는 5~8년 후에 발생했음을 고려할 때, **미국 시장에서도 소비자의 정착이 이뤄질 것이며 시장을 주도하는 브랜드는 mighty patch가 될 것으로 전망한다.**

Lock in 효과를 바탕으로

미국 시장에서

점유율 확대 기대

Mighty patch는 다양한 성능의 포트폴리오를 통해 고객 이탈을 차단하고 있다. 2023년 아마존 US 기준 매출 상위 3개 브랜드(mighty patch, Cosrx, Real) 중 mighty patch와 Rael이 7종으로 가장 많은 종류의 제품을 판매 중이다. 특히 mighty patch는 트러블 제거뿐 아니라 미세 주름용 제품도 출시해 기술력과 다양성 측면에서 앞서 있다. 이를 통해 소비자가 외부로 이탈하는 것이 아닌 mighty patch라는 브랜드 내에서 이동하도록 하고 있으며, 시장 점유율을 높이는 결과를 가져왔다. 매출 상위 3개 품목 판매량을 기준으로 mighty patch의 비중은 4Q23 71.5%에서 2Q24 76.3%로 증가하는 모습을 보였다. 고객 Look-in 효과가 진행될수록 점유율은 확대될 것으로 기대한다. 즉, **미국 트러블 케어 시장의 성장뿐 아니라, 시장 내 mighty patch의 점유율 확대에도 주목해야 할 시점이라고 판단한다.**

1-(3) 해외 수출을 통한 하반기 실적 업사이드

하반기 실적 모멘텀

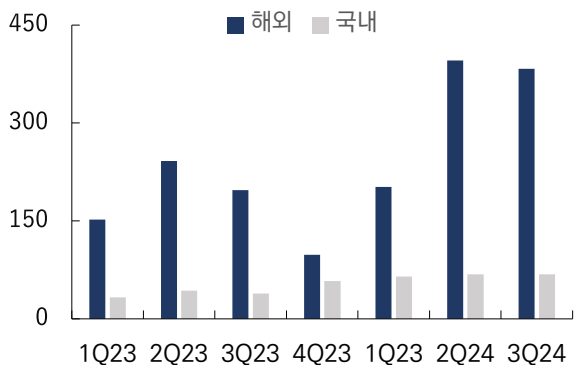
1. 수주잔고 증가
2. 중국 수출 확대

1) 수주잔고 증가 2) 중국 수출 확대를 통해 상고하저에 대한 우려를 해소할 것으로 전망된다. 2023년 동사는 C&D가 상반기에 1년 치 재고를 축적하려는 경향으로 인해 상고하저의 실적을 보여주었다. Mighty 패치가 본격적으로 입점하기 시작한 2Q23 C&D는 증가하는 수요를 대비하여 상반기에 재고를 크게 축적하였고, 이로 인해 동사의 매출이 선 반영되었다. 이후 하반기에는 C&D가 구매했던 재고를 판매하며 새로운 주문을 하지 않았기 때문에 상반기 대비 하반기의 매출 약 115억 원(YoY -18%)이 감소하였다.

그러나, 2024년에는 Mighty 패치의 판매량이 증가함에 따라 3Q24 수주 잔고가 473억 원(YoY +91%)으로 피크 아웃의 우려가 크지 않을 것으로 예상된다. 현재 티앤엘의 수주잔고 증가는 미국 시장 내 판매량 증가에 기인한 것으로 파악된다. 실제로 아마존의 Mighty 2024 상반기 패치 판매량을 보면 2,300만 개로, 전년 대비 140만 개 증가하며, 소비자들의 강한 수요가 지속되고 있다. 이는 단순히 C&D를 통한 유통망 확대로 인한 상점 내 진열 제품 증가가 아닌 미국 내 소비자의 수요 확대로 인한 질적인 성장이 이루어지고 있는 것으로 해석된다.

티앤엘 창상피복재 국내 및 해외 수주잔고

(단위:%)



출처 : 티앤엘, RFS Team 3

* 납기일 기준

징동닷컴 스킨케어 TOP 8

순위	브랜드	제품명	품목
1	올리브영 케어플러스 (한국)	케어플러스 허니	스팟 패치
2	파초 (중국)	선샤인 쉴드 SPF 50+	선크림
3	닥터코치 (중국)	라이트웨이트 에버 모이스처라이징 립 밤	립밤
4	쥬유 (중국)	오일 컨트롤 엔 안티 아크네 프로텍티브 수딩 모이스처	로션
5	라오중이 (중국)	안티 아크네 리페어 에센스	크림
6	쥬유 (중국)	트랜스퍼렌트 피지컬 선스크림	선크림
7	라오중이 (중국)	아크네 클렌징 밀크	클렌징 로션
8	쥬유 (중국)	프로비타민 B5 모이스처 부스팅 수딩 스프레이	미스트

출처 : 티앤엘, RFS Team 3

올리브영을 통한 중국 수출 또한 하반기 실적 증가를 견인할 전망이다. 현재 동사의 국내에서 판매되는 창상피복재 제품의 약 50%가 올리브영을 통해 중국으로 수출되고 있다. 24년 상반기 '케어플러스'가 징동닷컴의 스킨케어 카테고리에서 1위를 차지한 만큼 여드름 패치에 대한 중국 내 수요가 확고한 상태이다. 따라서 중국 유통망이 더욱 확대된다면 동사의 추가적인 매출 성장을 견인할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 또한 올리브영은 현재 중국 현지에 자체브랜드(PB) 입점을 계획 중이다. 올리브영의 일본 PB의 사례를 보았을 때 2020~2023년까지 CAGR +125%에 달한다. 따라서 올리브영이 중국 시장에 PB를 통한 오프라인 매장이 유치된다면 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

Investment Point 2. C&D 손잡고 글로벌로 도약

2-(1) C&D와의 파트너십을 통한 매출 Booster UP

C&D에 ODM하며

매출을 발생시키는 티앤엘

올해 미국 트러블 치료 부문 시장점유율 20%를 차지하는 HERO와의 협업을 통한 매출 성장이 가속화될 것으로 기대된다. 130개국 이상에서 사업을 관리하며 23년 매출액 5,8억 달러(YoY +9.15%)로 꾸준한 성장을 보이는 C&D를 통한 수출은 매출 성장의 교두보 역할을 해왔다. 미국에서 'Mighty Patch'는 여드름 패치와 동일시되고 있으며, 판매량 기준으로 추정한 결과 23년 58.4%의 시장 점유율을 차지하며 미국 내 브랜드 1위 자리를 꿰차고 있다. 또한, C&D의 막대한 유통망과 마케팅을 기반으로 2Q24 코스메틱향 매출 비중은 76.3%(YoY +5.3%P)를 차지하고 있다. HERO가 C&D에 인수되기 전 동사의 2Q22 코스메틱향 매출 비중이 48.1%라는 점을 고려했을 때 C&D를 등에 업고 견조한 매출 성장세를 이어 나갈 것으로 예상된다.

미국 내 C&D의 유통망 확대를 통해 추가 오프라인 유통망 확장 모멘텀이 발생할 것으로 전망한다. 23년 기준 HERO 자체 유통 지점 수는 613개(YoY +204%)이다. 그러나 이는 C&D의 자체 유통망 중 20% 미만에 불과한 수치이다. 즉, C&D가 타겟으로 하는 미국 내 유통 채널에서의 성장 여력이 남았다는 것으로 해석 가능하다.

C&D를 통한

오프라인 유통망 매출 모멘텀

1) 미국 내 주요 소매점 추가 입점

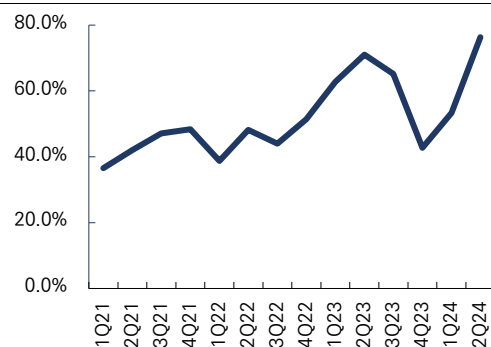
2) 트러블 패치 미국 가정 침투율 ↑

나아가 동사는 미국 내 CVS, 코스트코, Target, 월마트, ULTA뷰티 등 다수의 소매점에 입점하며 유통망을 확장해 나가고 있다. 동사의 핵심 제품인 'Mighty Patch'의 경우, CVS 매장 9,600개 중 4,500개 이상에 진출했다. 월마트의 경우, 전체 4,748개의 소매점에서 24년 9월 30일 기준 미국 내 픽업 가능한 매장 228개 중 입점 매장은 141개로 약 62% 입점이 진행된 것으로 추정된다. 23년 기준 전 세계 스킨 케어 시장에서 오프라인의 매출 비중이 80%를 차지하고 있다는 점을 고려한다면, 오프라인 유통망 확대는 향후 매출 상승세로 이어질 것이라 전망한다.

23년 HERO 브랜드의 미국 가정 침투율 7.1%(YoY + 2.6%)를 고려했을 때 가파른 매출 성장세에도 불구하고 여전히 초기 시장 단계이다. 2Q24 트러블 치료 부문 침투율이 23.7%라는 점을 고려한다면 Mighty Patch의 오프라인 유통망이 확대됨에 따라 동사가 수혜를 볼 것으로 예상된다. ODM 기업의 특성상 최전방에서 제품을 판매하는 고객사의 역할이 중요하다. C&D가 활발하게 사업을 확장하며 견조한 실적을 보이는 만큼, 동사 역시 수혜를 받으며 견조하게 성장할 것으로 기대된다.

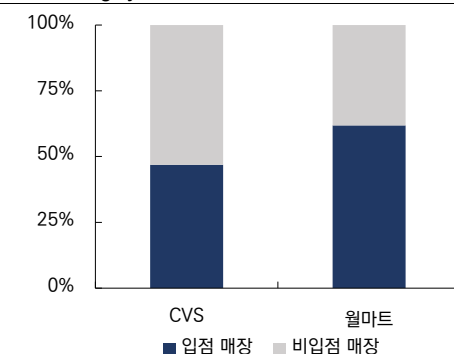
동사의 코스메틱향 매출 비중

(단위: %)



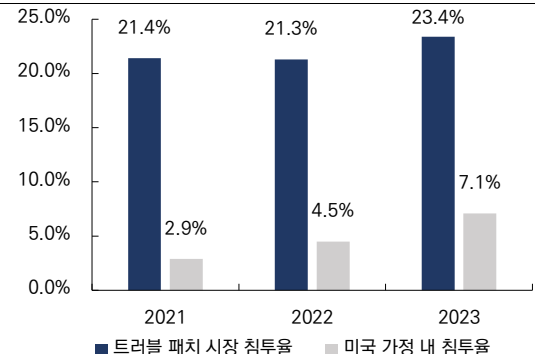
미국 내 Mighty Patch 유통 매장 수 현황

(단위: %)



미국 가정 내 트러블 패치 부문 침투율

(단위: %)



출처: DART, RFS Team 3

출처: 각사 종합, RFS Team 3

출처: C&D, RFS Team 3

2-(2) 수출국 다양화를 통해 글로벌로 나아가는 티앤엘

본격적인 유럽 시장 진출 및 인지도 상승을 통한 2025년 유럽향 하이드로콜로이드 매출 351억을 전망한다. 지난해 7월 유럽 시장에 진출했으나 Mighty Patch의 낮은 인지도 및 적은 유통망으로 인해 지난 2Q24 통관 자료 기준으로 수출 중 유럽 비중은 6.4%로 낮은 비중을 보이고 있다. 그러나 유럽 시장은 현재 주된 판매 채널이 온라인에 국한되어 있고 향후 오프라인 유통망의 본격적 확대가 이루어진다는 점에서 초기 미국 시장과 유사하다. 미국 시장 매출의 1) 가시적인 성과가 3년 만에 이루어졌다는 점, 2) HERO의 신시장 개척 경험과 노하우, 3) C&D의 유통망 활용을 고려한다면 2025년부터 본격적인 매출 인식이 발생할 것으로 전망한다.

신규 국가 진출 및 오프라인 유통망 확대

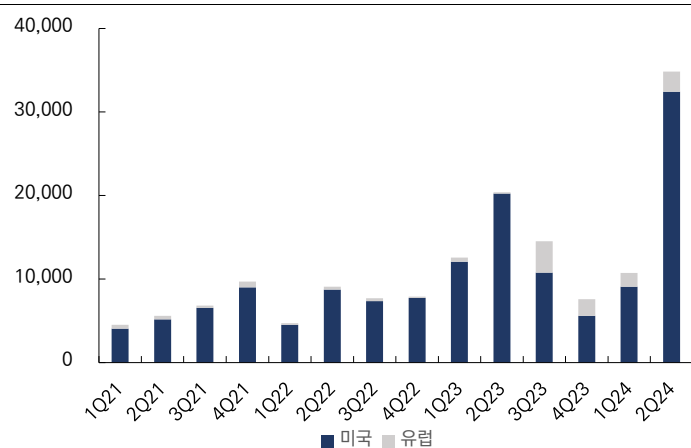
→ 2025년 유럽 매출 본격화

올해 동사는 C&D를 통해 유럽을 포함한 40개국 신규 국가 진출을 예정하였고 헝가리, 그리스, 루마니아, 불가리아 4개국은 시장 진출이 확정되었다. C&D의 경우, 영국, 프랑스, 독일에 자회사를 두고 있으며 전 세계 60개 이상의 브랜드를 관리하는 유통망을 보유하고 있다. 현재 동사의 Mighty Patch가 유럽 진출 초기 시장이라는 점을 고려했을 때 동사 매출을 견인하는 새로운 성장 동력을 제공할 것이라 기대한다.

유럽 시장 진출 이후 Mighty Patch 검색량 상위 7개국에 유럽 국가들의 비중이 늘어나며 관심도 순위의 긍정적인 변화가 발생하고 있다. 스킨 케어에 관한 관심은 Mighty Patch의 매출액 증가로 이어질 것이고 유럽에서의 Mighty Patch 매출 모멘텀은 충분할 것이라 예상한다. 유럽 시장의 본격적 매출에 따라 미국 시장에 집중되어 있었던 매출 구조가 다각화될 것으로 전망한다.

1Q21-2Q24 미국 및 유럽 수출액

(단위: 백만 원)



출처: TRASS, RFS Team 3

Mighty Patch Google Trend 상위 7개국

지역별 관심도	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1위	미국	미국	미국	미국	미국	미국	캐나다
2위	캐나다	뉴질랜드	캐나다	캐나다	뉴질랜드	호주	스위스
3위	이스라엘	캐나다	호주	호주	호주	뉴질랜드	미국
4위	뉴질랜드	노르웨이	뉴질랜드	뉴질랜드	캐나다	캐나다	뉴질랜드
5위	싱가포르	호주	이스라엘	아일랜드	영국	아일랜드	아일랜드
6위	호주	싱가포르	아일랜드	영국	아일랜드	영국	호주
7위	영국	파키스탄	덴마크	노르웨이	독일	루마니아	영국

출처: Google, RFS Team 3

2-(3) 경쟁력 high, 히드로콜로이드

독보적인 히드로콜로이드 기술력을 바탕으로 창상피복재 시장 내 높은 점유율을 유지할 전망이다. 트러블 패치의 제작 소재인 히드로콜로이드는 10가지 원료 물질을 배합해 제조되는 만큼 비율과 배합 방식에 따라 품질 편차가 크다. 동사의 트러블 패치는 1) 접착력, 2) 흡수력에서 기술적 경쟁우위를 보인다. 창상피복재는 고무를 녹일 때 솔벤트를 용매로 사용하기 때문에, 상처에 붙일 경우 냄새가 나거나 트러블이 발생할 수 있다. 다만, 동사의 경우 자체 기술을 통해 세계 최초로 솔벤트 없이 부착력이 뛰어난 소재를 개발했다. 경쟁사 제품은 패치에 약품이 발라져 있는 형태로 피부 흡수율이 30%에 그치지만, 동사 제품은 약물 흡수율이 60%로 2배의 효과를 보인다. 이러한 경쟁 우위를 바탕으로 국내 트러블 케어 시장 속 70%의 점유율을 견고히 할 것으로 전망한다.

독보적 기술력
+ 마케팅 효과
→ M/S 70% Up

이러한 기술력은 동사의 지속적인 R&D 투자에 기반한다. 전체 임직원의 약 30%에 달하는 R&D 인력을 바탕으로 제품 개발 투자를 확대하고 있다. 22년 32억 원, 23년 43억 원으로 경쟁사 '원바이오텐' 대비 8배 이상의 연구개발비용을 투자하며 기술 경쟁우위를 공고히 유지할 것으로 전망한다.

또한, 마케팅 효과로 인한 브랜드 인지도 향상 및 매출 성장이 기대된다. 지난 2월 슈퍼볼 경기에서 Mighty Patch 광고를 진행하였으며, 팔로워 650만 명의 틱톡 인플루언서 알릭스 얼을 글로벌 앰버서더로 선정하며 적극적인 매출 확장에 나서고 있다. 이는 HERO 브랜드 인지도 향상과 제품 판매 촉진에 긍정적인 영향을 미쳤다. 광고가 진행된 24년 2월 이후 HERO Cosmetics 자사 물 방문객 수가 MoM +15% 증가하였으며 현재까지 아마존 판매량 1위를 유지하고 있다. 큰 비용을 투자해 광고를 진행한 것은 마이크로패치 제품의 성장성과 미국 시장 진출에 대한 C&D의 자신감으로 보이며 앞으로의 매출 성장이 더욱 기대된다.

'Mighty Patch' 슈퍼볼 광고 및 인플루언서 홍보 사례

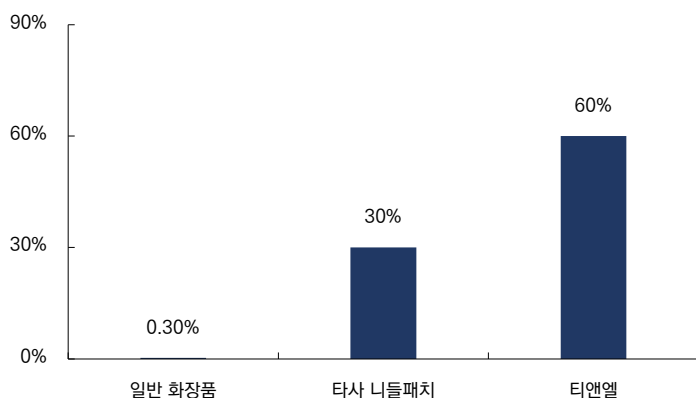


출처: HERO, 틱톡, RFS Team 3



경쟁사 제품 대비 성능 비교

(단위: %)



출처: 티앤엘 기술연구소, RFS Team 3

Investment Point 3. 준비된 신성장 동력

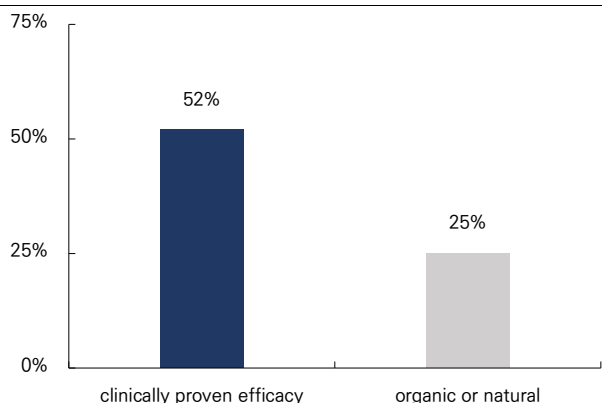
3-(1) 즉각적인 효능, 즉각적인 반응

마이크로니들패치는 코스메슈티컬 트렌드에 힘입어 24년 매출 149억 원(YoY +44.7%)을 전망한다. 의학적으로 검증된 기능성 성분을 중시하는 코스메슈티컬 (cosmeceutical) 트렌드가 유행하며, 미국 소비자들의 52%가 자연 친화적 성분보다 피부 효능이 과학적으로 입증된 제품을 선호하는 것으로 나타났다. 이러한 트렌드에서 마이크로니들패치는 미세한 바늘이 피부층을 투과하여 유효 성분을 직접 전달해 기존 화장품 대비 뛰어난 효과로 주목받고 있다.

마이크로니들패치의 다양성을 바탕으로 경쟁사 대비 우위를 공고히 할 것으로 전망한다. HERO의 마이크로니들패치(micropoint)는 아마존에서 지난 8월에만 2만 개 이상 팔리며 마이크로니들패치 부문 1위를 차지하고 있다. Micropoint는 초기 여드름 진정, 주름 개선, 색소침착 관리용 패치 등의 다양한 라인업으로 고객을 확보했다. 경쟁사인 피치슬라이드의 마이크로니들패치가 먼저 판매를 시작하였으나, 8월 기준 판매량은 Micropoint의 절반 수준인 1만 개에 그쳤다. 이러한 다양성을 바탕으로 해외 마이크로니들패치 시장을 이끌어갈 것으로 전망한다. 특히, 마이크로니들패치는 30~35%의 마진율로 고부가상품에 속해 향후 마이크로니들패치의 Q 성장으로 인한 영업이익률의 개선이 기대된다.

아마존 1위 니들패치 Q ↑
: 30~35% 고마진상품
→ OPM ↑

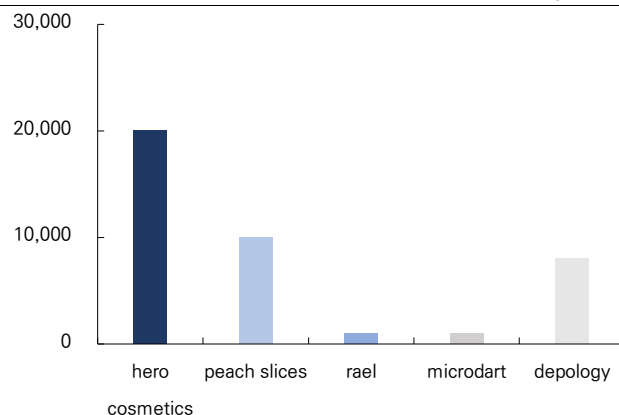
미국 소비자 구매 결정 요인



출처: McKinsey, RFS Team 3

8월 아마존 마이크로니들패치 판매 비교

(단위: 개)



출처: amazon, RFS Team 3

마이크로니들패치는 미용 목적을 넘어 의료용으로 확대될 전망이다. 동사의 최종 목표는 마이크로니들패치 기반의 의약품을 만드는 것인데, 의료용 마이크로니들패치의 시장은 2030년 5,400만 달러의 규모로 추정된다. 의료용 마이크로니들패치는 붙이는 것만으로 주사제나 경구제 등 기존 의약품과 동일한 효과를 낼 수 있어 수요가 높다. 동사는 마이크로니들 제형에서 중요한 약물 전달 특성을 보유하고 있다. 저분자 약물 전달체인 LNP는 전달 효율이 뛰어나고 대량생산이 용이해 백신 등의 약물에 사용된다. 이러한 LNP 마이크로니들은 제형 유지가 관건인데, 동사는 LNP의 70%가 유지되는 기술력을 확보해 의료용 마이크로니들패치 시장에서 주목받고 있다. 현재 국내에서 의료용 마이크로니들패치는 임상 단계에 있으며, 동사는 27년 상용화를 목표로 하여 관련 시장을 선점할 것으로 기대된다.

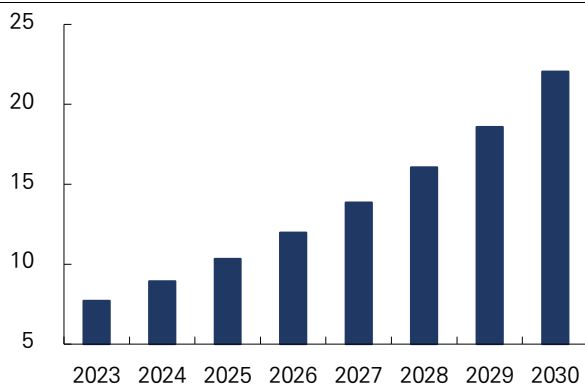
3-(2) 대마! 이제는 피부에 붙이세요

급성장하는 의약품 대마 시장에 본격적으로 진출하며 새로운 성장 동력을 확보할 것으로 전망한다. 지난 8월 30일, 동사는 **대마 추출물(CBD, Cannabidiol)을 함유한 침단 패치 개발 및 생산**을 위해 대마 추출물로 제품을 제조하는 슬로베니아 기업인 파마헴프 디오오와 MOU를 체결했다. CBD는 진정 효과, 통증 감소, 피부미용 등에 효과가 있으며, 마리화나에 다량 함유된 THC(Tetrahydrocannabinol)와 달리 부작용이 적은 것으로 알려져 있다. 파마헴프는 CBD 오일, 스킨케어, 구강 관리 제품을 생산하며 70개국에 수출하고 있는 기업이다. 동사는 설비 및 공장 구매, 인력 투입 등 약 100억 원을 투자할 계획이며, 내년 1월부터 공장을 가동할 예정이다. 기존 기술력을 토대로 대마 추출물을 활용한 하이드로콜로이드, 플라스틱솔, 마이크로니들패치 개발을 통해 동사의 신성장 동력으로 작용할 것으로 기대한다.

CBD 시장 성장성

(단위 : 십억 달러)

CBD, THC 특성 비교



출처 : Research and Markets, RFS Team 3

구분	CBD	THC
대마 종	헴프(THC 함량 1~2%) 추출물	마리화나(THC 함량 6~20%) 추출물
주요 용도	의료용	기호용
주요 효과	통증 및 발작 감소, 부작용 적음	환각 효과 높음
관련 규제 및 이슈	미국 Farm Bill 법안: THC 함량 0.3% 미만의 헴프 CBD는 법적으로 마약에서 제외 의료용 대마는 미국 38개 주와 워싱턴DC에서 사용 가능 트럼프, 해리스 후보의 친(親)대마 행보	

출처 : KOTRA, RFS Team 3

팔방미인 CBD

- 기존 대마보다 법적 규제 ↓
- 미국 정치권 친 대마 행보

CBD가 의약품 원료로 주목받으며, 의료용 대마 시장 규모는 더욱 성장할 전망이다. 이에 따라 동사가 개발할 대마 추출물 제품의 강한 수요가 기대된다. 전 세계 의료용 대마 시장 규모는 2023년 기준 77.1억 달러(10조 원)에서 7년 뒤인 2030년 220.5억 달러(29조 원)로 CAGR 15.8%의 성장이 예상된다. 또한, 대마 관련 규제 완화에 힘입어 의료용 대마 시장은 더욱 확장될 예정이다. 2018년 12월에 'Farm Bill'을 발효되면서 건조중량 0.3% 미만의 THC를 함유한 대마류 제품은 연방 CSA의 법 적용을 받지 않게 됐다. 동사가 개발할 제품은 **자연적으로 THC 함량이 낮은 헴프 추출물 기반으로 마약류에서 제외되어, 법적 규제에 비교적 자유로울 것으로 판단한다.**

정치계에서 친(親)대마 행보가 의료용 대마 시장의 모멘텀으로 작용할 것을 기대한다. 트럼프 후보는 대선이 두 달도 남지 않은 지난 8일 "개인적 용도로 소량의 대마를 사용한 성인에 대한 불필요한 체포와 투옥을 끝내야 할 때"라고 밝혔다. 해리스 후보는 상원의원이던 2019년, 연방 차원에서 대마 사용을 사실상 합법화하는 법안을 발의한 적 있다. 부통령 재임 중인 지난 3월에는 대마가 헤로인이나 펜타닐처럼 위험하게 여겨지는 것이 불합리하다고 밝혔다. 여론조사업체 갤럽의 지난해 10월 조사에서 응답자의 70%가 합법화에 찬성했다. 2011년 처음 50%가 된 이후 계속 오름세다. **여론과 두 대권 주자 모두 대마에 우호적인 상황이며, 대마 시장에 대한 기대감이 커짐에 따라 동사의 의료용 대마 사업에 주목해야 할**

것으로 판단한다.

3-(3) 성장에 대한 자신감을 확인할 수 있는 CAPEX 투자

선제적 CAPA 확장

→ 2H24 증설 효과 가시화

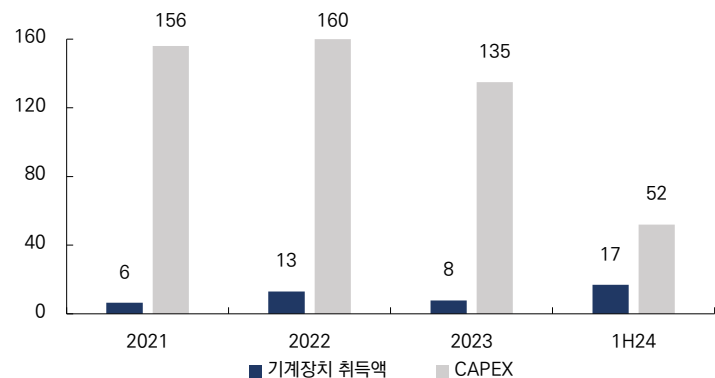
→ 미래 증설 부담 ↓

2024년 하반기부터 CAPA 확장의 성과를 확인할 수 있을 것으로 기대한다. 동사는 2년간 총 3차례에 걸쳐 큰 폭의 증설을 진행했다. 1H22 500억 원이었던 하이드로콜로이드 및 폴리우레탄 폼 CAPA는 올해 7월 1,250억 원(최대 가동 시 2,250억 원) 규모의 설비 확장을 완료했으며, 마이크로니들 또한 생산라인을 1개에서 2개로 늘리며 CAPA 180억 원(최대 가동 시 240억 원)으로 증가했다. 증설 이후에도 가동률 하락 없이 100%의 가동률을 유지하고 있음을 고려했을 때, 올 하반기부터 본격적인 증설의 효과가 나타날 것을 전망한다.

선제적인 CAPEX 투자를 통해 미래 증설에 대한 투자 부담 또한 줄일 수 있었다. 동사는 21년 156억, 22년 160억의 투자를 진행하였으나, 최근 절대적인 수치는 감소 중이다. 그러나 CAPEX 투자 감소에 따른 성장률 둔화 우려는 크지 않을 것으로 판단한다. 동사는 21~22년 토지 및 공장 건물들에 대해 선제적으로 투자를 완료했기 때문에 공장 내 설비만 구축하면 즉각적인 증설이 가능한 상황이다. CAPEX 추이는 하락 추세인 것과 달리, 기계장치 취득액은 올 상반기에만 역대 최고인 17억 원을 기록하며 동사의 성장성을 증명하고 있다. 적은 투자금으로도 빠른 증설이 가능할 것이며, 전방 수요가 성장하는 상황에 대해 효과적인 대응이 이뤄질 것으로 기대한다.

기계장치 취득액 및 CAPEX 추이

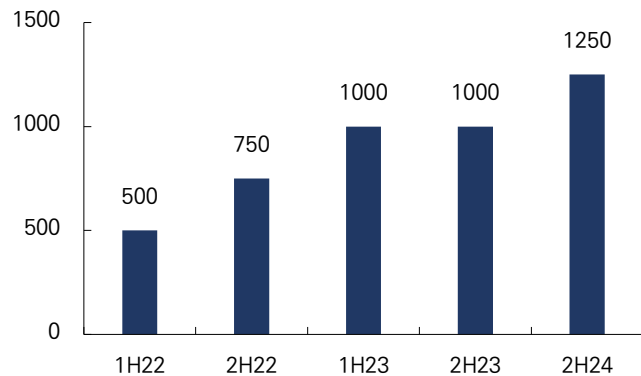
(단위: 억 원)



출처: 티앤엘, RFS Team 3

창상피복재 CAPA

(단위: 억 원)



출처: 티앤엘, RFS Team 3

III. Risk

특정 고객(C&D)에 대한 높은 의존도

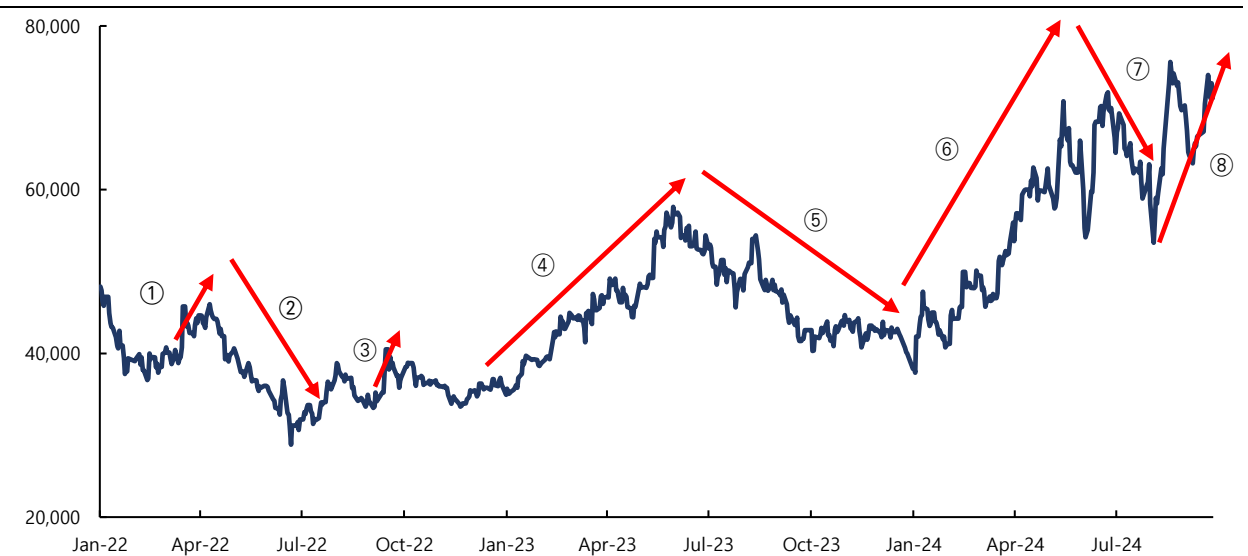
과거 동사의 매출이 급성장한 주 요인은 미국의 HERO Cosmetics에 대한 ODM 매출액이 급증했기 때문이다. 또한, C&D의 HERO Cosmetics 인수 이후 현재 동사의 히어로향 매출 비중은 지난해 상반기 43.7%에서 올해 2분기 76.3%까지 증가했다. 주요 고객사인 C&D, HERO에 대한 높은 매출 의존도는 고객사의 실적 변화와 관계 악화 시 동사의 매출에 영향을 줄 우려가 존재한다.

그러나, **법적 문제로 인하여 C&D의 공급사 변경은 어려울 것으로 보이며 동사와의 동반관계는 확고할 것으로 전망한다.** 동사는 22년 3월부터 24년 12월까지 C&D, HERO와 트러블케어 패치 등의 공급판매 계약을 맺고 있다. 동사의 경우 미국 FDA, 유럽 MDR의 승인을 받아 'Restore Skin' 문구를 사용할 수 있는 법적 검토가 완료되었다. 그러나 공급사가 변경될 경우, 제품의 소재, 성분 등이 달라지기에 재허가를 받아야 한다. 미국 FDA 인허가에 소요되는 기간은 평균 7개월, 중국의 경우 13개월이 소요될 뿐 아니라 이후 시장 진입 기간은 더 늘어나는 만큼 고객사 변경에 대한 우려는 제한적이다.

또한, 동사는 아마존 트러블 패치 매출 2위 기업인 라엘(Rael)의 '미라클 패치' 등 반제품을 의류기기 제조업체, 코스메틱 제조업체에게 공급하며 매출처에 다각화에 나서고 있다. 마이크로니들패치의 경우, C&D-HERO 간 독점 계약 조항이 삭제되며 추가적인 글로벌 고객사 확보의 길이 열렸다. 현재 주요 글로벌 화장품 회사 등 신규 고객사 확보에 나서고 있으며, 새로운 고객사를 통해 마이크로니들패치를 포함한 창상피복재 매출 성장에 이상이 없을 것으로 판단한다.

주가 분석

티앤엘 주가 추이



출처: 티앤엘, RFS Team 3

- 1) 2022년 3월 Hero와 Might Patch와 관련해 독점계약을 체결한 것이 주가 상승을 견인하였다.
- 2) 2Q22-3Q22 실적이 부진하지는 않았으나 코로나-19로 인한 대세주의 상승세와 글로벌 인플레이션으로 인한 금리 인상 및 경기 불황으로 인해 주가가 하락하였다.
- 3) 2022년 9월 Hero가 C&D에 인수되며 성장 기대감으로 주가가 상승하였다.
- 4) 1Q23-2Q23 본격적인 미국 시장 확장에 따른 매출 상승으로 주가가 급상승하였다.
- 5) 3Q23 실적 발표 후 8,9월 수출 데이터 부진이 투자자들의 실망감으로 이어졌다. 특히 외국인, 기관의 강력한 매도세가 이어지며 주가가 하락하였다.
- 6) 1Q24 美 리스탁킹으로 인한 재고확충 + 美 마이크로니들패치 신제품의 매출 상승세로 주가가 급상승하였다.
- 7) 24년 6월 최대주주 특수 관계인의 지분 매도 공시 이후 주가가 하락세를 보였다.
- 8) 2Q24 역대 최고 실적을 달성하며 **어닝 서프라이즈**로 주가가 상승하였다. 나아가 하반기 상고 하기의 기대감과 3,4 분기 유럽향 매출 확대에 기대감이 형성되었다.

IV. Estimate Logic

매출 추정

매출 추정 방식은 bottom-up 방식을 사용하였다. 소비재 기업은 산업 사이클보다 수요에 따라 단기 변동성이 크기에 예상되는 모멘텀을 반영하기 위해서는 세부적인 P, Q 산정이 필요하다고 판단했다. 이에 따라 품목, 국가를 나누어 매출 추정을 진행하였다.

티앤엘 매출 추정

(단위: 백만원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
전체 매출액	27,042	36,453	30,028	21,939	24,814	54,837	50,193	47,432	115,461	177,276	234,674
YoY%	83%	54%	47%	-3%	-8%	50%	67%	116%	42%	54%	32%
창상피복재	23,236	33,609	26,453	18,578	20,987	50,695	46,613	43,881	101,875	162,176	220,235
% of sales	86%	92%	88%	85%	85%	92%	93%	93%	88%	91%	94%
하이드로콜로이드	16,314	24,936	20,672	14,869	16,446	41,718	38,531	35,658	76,791	132,353	180,107
% of sales	60%	68%	69%	68%	66%	76%	77%	75%	67%	75%	77%
폴리우레탄 폼	3,023	3,082	2,142	3,221	2,432	3,211	2,292	3,570	11,469	11,504	12,012
% of sales	11%	8%	7%	15%	10%	6%	5%	8%	10%	6%	5%
마이크로니들 및 기타	3,898	5,590	3,639	488	2,110	5,767	5,789	4,653	13,615	18,319	28,116
% of sales	14%	15%	12%	2%	9%	11%	12%	10%	12%	10%	12%
정형외과용 고정재	2,226	1,343	1,922	2,009	2,147	2,498	2,040	2,040	7,500	8,725	8,161
% of sales	8%	4%	6%	9%	9%	5%	4%	4%	6%	5%	3%
기타	1,580	1,502	1,653	1,182	1,680	1,644	1,540	1,511	5,917	6,375	6,278
% of sales	6%	4%	6%	5%	7%	3%	3%	3%	5%	4%	3%

출처: RFS Team 3

1. 하이드로콜로이드

하이드로콜로이드 매출은 국가별로 진출 시점, 판매 규모 등이 다르기에 현재 핵심 시장으로 타겟하고 있는 미국, 유럽, 내수(중국)를 중심으로 추정하였다. 제품 수량의 경우, 수출 국가별 비중을 구하기 위해 창상피복재 수출 비중을 분기별로 계산하여 수출 금액을 미국과 유럽으로 나누어 산출했다. 추정 시, 동사의 공장이 위치한 안성시 창상피복재 수출데이터를 base 데이터로 활용하였다.

제품 단가 추정 시 국내외 단가 및 마진은 동일하며 매출 중 대부분이 주요 고객사와의 계약으로 이루어져 가격 변동성이 크지 않다는 점을 반영했다. 이를 고려해 제품별 최근 4분기 이동평균한 가격을 적용했다.

① 미국

미국 매출은 CAPA 확장과 오프라인 입점 확대에 따른 증가세를 반영하였다. 2H24 미국 매출은 1H24에 CAPA 증설이 이뤄짐에 따라 과거 CAPA가 증가했던 1H23 시기와 유사한 Q성장의 흐름이 있을 것으로 예상했다. 다만, 하반기 계절성을 감안해 상반기 대비 하반기 비율을 Q성장세에 곱하고, 3분기와 4분기의

계절성을 반영해 산출했다.

1Q25 매출은 오프라인 입점 확대가 예상되므로, 오프라인 입점이 본격화되었던 3Q22부터 2Q23의 YoY 평균 성장률을 적용했다. 2Q25 매출은 상고하자 추세가 약해질 것으로 추정하여 1Q24 평균 성장률에 30%의 할인률을 적용해 추정했다. 2H25는 계절성을 고려해 30% 할인율을 추가로 적용했다.

② 유럽

유럽 매출은 초기 미국 시장과 유사한 흐름을 예상하여 추정했다. 3Q24 매출은 7월 CAPA 확장 이후 매출 확대를 예상하여 CAPA 증설했던 2Q22의 QoQ 성장세를 적용했다.

4Q24-1Q25의 경우, 24년 내 유럽 4개국의 진출이 확정되어 추가 매출 확장이 이루어질 것이라 예상했다. 이에 C&D의 Hero 인수 후 미국 시장 내 스탁킹이 이루어진 4Q22, 1Q23의 YoY 평균성장률을 적용했다. 다만, 유럽 내 4개국만의 제한적 진출이 이루어진다는 점에서 성장 또한 제한적일 것이라고 보아 30%의 할인율을 적용했다.

2Q25-4Q25 매출은 미국 시장과의 유사성을 고려해 C&D의 유럽 시장 진출 후 매출 인식까지 약 2년이 소요될 것으로 예상했다. 과거 본격적인 진출이 이루어진 2Q23의 2년 뒤인 2Q25부터 유럽향 매출 성장이 가속화 될 것으로 전망했다. 이에 과거 미국 수출 초기 3년간의 성장률(+253%)을 기반으로 추정했다.

③ 내수(중국)

내수 시장은 국내 수출 및 국내 유통망을 통한 중국으로의 수출로 구분하였다. 2H24는 국내 수주잔고액을 고려하여 매출을 추정하였다. 2025년 국내의 경우, 국내 여드름패치 시장 예상 CAGR인 7.1%를 반영하여 매출액을 추정하였으며, 중국 시장의 경우 1Q22부터 2Q24까지의 CAGR 12.92%를 반영하여 추정하였다.

2) 마이크로니들

마이크로니들 제품 단가는 하이드로콜로이드와 동일한 이유로 마이크로니들 판매가 시작되었던 23년부터 평균 가격을 flat해 적용했다.

마이크로니들패치 매출은 C&D-HERO 간 마이크로니들패치 독점 계약 삭제와 7월 CAPA 2개 확장으로 재고 여유가 맞물려 본격적인 매출 확장이 발생할 것이라 가정했다. 이에 따라 2H24 매출은 패치류로 동일하게 분류되는 하이드로콜로이드가 본격적으로 매출을 확장한 23년 성장률(87%)을 적용했다. 또한, 물량 선 반영으로 인한 하반기 매출 감소를 보이는 2H23 하이드로콜로이드 감소 추이(-25%p)를 마이크로니들패치 3Q25-4Q25 성장세에 반영해 주었다.

3) 정형외과 고정재 및 기타

정형외과 고정재는 시장 성장세와 무관하게 최근 3년 간 분기별 매출에 유의미한 변화가 없었다는 점에서 3개년 평균 매출액으로 flat하게 적용했다.

기타 제품군은 분류가 불분명하고 뚜렷한 성장세를 보이지 않아 4분기 이동평균한 매출액으로 산출했다.

비용 추정

상관계정 분석을 통해 과거비용과 매출액 간의 상관관계가 높은 유의미한 계정을 선별하여 추정논리를 설정하고, 주요 비용 항목인 1) 매출원가, 2) 인건비, 3) 연구개발비, 4) 법인세 중심으로 추정하였다.

티앤엘 요약 손익계산서

(단위: 백만원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	27,042	36,453	30,028	21,939	24,814	54,837	50,193	47,432	115,461	177,276	234,674
YoY%	83%	54%	47%	-3%	-8%	50%	67%	116%	42%	89%	120%
매출원가	15,844	21,113	18,224	15,126	14,457	30,473	28,862	30,110	70,308	103,901	128,095
매출총이익	11,198	15,340	11,803	6,812	10,357	24,364	21,331	17,322	45,153	73,374	106,578
매출총이익률 (%)	41%	42%	39%	31%	42%	44%	42%	37%	39%	41%	45%
판매관리비	2,346	2,772	3,369	5,828	3,133	3,618	4,838	7,162	14,314	18,751	21,654
영업이익	8,852	12,568	8,435	984	7,224	20,746	16,493	10,160	30,839	54,623	84,925
영업이익률 (%)	33%	34%	28%	4%	29%	38%	33%	21%	27%	31%	36%
영업외 손익	657	395	1,173	-4	1,329	1,294	125	-624	2,221	2,125	1,592
법인세 비용	1,651	2,926	1,958	-913	1,454	4,720	3,354	1,925	5,621	11,452	18,463
당기순이익	7,859	10,036	7,650	1,893	7,099	17,320	13,265	7,612	27,439	45,296	68,054
당기순이익률 (%)	29%	28%	25%	9%	29%	32%	26%	16%	24%	26%	29%

출처 : RFS Team 3

1) 매출원가

매출원가 중 가장 큰 비중을 차지하는 원재료의 경우 단가가 매해 비슷한 수준으로 유지되며, 매출액과 큰 상관관계를 보이고 있다. 마이크로니들패치 판매 증가에 따라, 25년에 매출액 대비 원재료 사용 비중이 21%로 감소할 것으로 전망한다.

2) 인건비

매출액과 큰 상관관계를 보이지 않았으나, 22년 이후 약 30%이상의 인건비 상승이 이루어지고 있다. 또한 22년부터 매 4분기마다 당기순이익의 약 18%의 성과급을 지급하고 있다. 다만, 24년, 25년 당기순이익이 증가함에 따라 성과급 증가폭을 반영하여 4분기의 경우 당기순이익의 10%를 성과급으로 포함해 산출했다. 성과급 지급이 이루어진 4분기를 제외한 4개 분기는 이동평균을 사용하였다.

3) 연구개발비

과거 비용을 고려해볼 때, 연구개발비가 약 80%이상 증가한 4Q23을 제외하고 뚜렷한 경향은 보이지 않았다. 또한, 2H23에 '3등급 및 4등급 지혈제'의 연구개발이 완료됨에 따라 24년부터 매출액 대비 연구개발비 비중이 감소하였다. 따라서 2H23의 연구개발비를 제외한 4분기 이동평균을 사용하여 비용을 추정하였으며, 4분기에 추가로 증가하는 경향을 반영하였다.

4) 법인세

2024년 법인세는 중간기간 추정평균유효법인세율(20.18%)을 적용하였다. 25년의 경우, 매출액 증가로 인한 이익증가를 반영하여 21.34%의 추정유효법인세율을 적용하였다.

V. Valuation

티앤엘 PER Valuation		
12M Fwd 당기순이익	50,740 (백만원)	(A)
Target P/E	16 (배)	(B)
적정 기업가치	8,193 (억원)	(C) = (A)*(B)
발행 주식 수	8,128 (천 주)	(D) 3Q24 기준
적정주가	100,794 원	(E) = (C)/(D)
Target Price	100,000 원	목표주가
Current Price	71,500 원	24.10.02 기준
Upside	39.9 %	

동사의 가치평가 방식으로 Historical PER을 채택하였다. 동사는 트러블 패치 ODM 산업을 영위하는 기업으로 유사 비즈니스 모델을 보유한 Peer 선정이 어렵다. 투자 포인트에서 언급했듯 수출 증가에 따른 멀티플 리레이팅이 이뤄질 것으로 전망한다. 미용 섹터에 속한 기업들이 수출 증가에 따라 PER이 평균적으로 35% 증가했음을 고려하여 현시점 PER에 30% 프리미엄을 적용했다. 이에 따라 Target PER 16.1배, 12M Fwd 당기순이익 50,740백만 원을 적용하여, **목표주가 100,000원, 상승여력 39.9%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

예상 포괄손익계산서 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	81.6	115.5	177.3	234.7
매출원가	47.4	70.3	103.9	128.1
매출총이익	34.2	45.2	73.4	106.6
판매비와관리비	9.9	14.3	18.8	21.7
조정영업이익	24.3	30.8	54.6	84.9
영업이익	24.3	30.8	54.6	84.9
비영업손익	0.3	0.7	(4.2)	(3.6)
금융손익	1	1.5	2.1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	25.6	33.1	56.7	86.5
법인세비용	4.4	5.6	11.5	18.5
계속사업이익	21.1	27.4	45.3	68.1
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21.1	27.4	45.3	68.1
지배주주	21.1	27.4	45.3	68.1
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	21.1	27.4	45.3	68.1
지배주주	21.1	27.4	45.3	68.1
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	26.4	33.6	58.2	59.6
FCF	(1.4)	17.9	28.8	54.5
EBITDA 마진율 (%)	32.4	29.1	32.8	38.2
영업이익률 (%)	29.8	26.7	30.8	36.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	25.9	23.7	25.6	29

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	15.4	32.6	38.2	52.3
당기순이익	21.1	27.4	45.3	68.1
감가상각비	2.1	2.8	3.5	4.7
외화환산손실(이익)	0.5	0.1	(0)	(0.8)
자산처분손실(이익)	0	0	0	0
지분법, 관계기업손실(이익)	0	0	0	0
운전자본변동	(7.8)	0.8	(5)	(7)
법인세 납부	(5.2)	(4.6)	(11.5)	(18.5)
기타	4.7	6.1	5.4	5.8
투자활동으로 인한 현금흐름	(6)	(27.1)	(17.3)	(22.95)
유형자산처분(취득)	(16)	(13.3)	(14.65)	(14)
무형자산감소(증가)	0	1.5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0.1	1.1	0.8	0.9
기타투자활동	9.6	(16.4)	(3.4)	(9.9)
재무활동으로 인한 현금흐름	(5.1)	(3.7)	(3.6)	(3.6)
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1.9	0	0	0
배당금의 지급	(3.3)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
기타재무활동	(3.7)	(0.1)	0	0
현금의 증가	4	(1.3)	17.3	25.7
기초현금	16.6	20.6	19.3	36.6
기말현금	20.6	19.3	36.6	62.3

예상 재무상태표 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	58.8	72	104.4	194.6
현금 및 현금성자산	20.6	19.3	36.6	62.3
매출채권 및 기타채권	13.3	9.9	17.2	22.8
재고자산	10.6	12.9	10.4	12.6
기타유동자산	14.3	29.9	40.2	96.8
비유동자산	58.2	70	84.2	70
투자자산	0.1	4.2	4.2	4.2
유형자산	56.4	62.7	76.9	62.7
무형자산	1.7	3.1	3.1	3.1
자산총계	117	142	188.6	264.6
유동부채	9.7	11.3	11.6	12.4
매입채무 및 기타채무	3.9	3	3.3	4.1
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	5.8	8.3	8.3	8.3
비유동부채	1.2	1.3	1.3	1.3
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1.2	1.3	1.3	1.3
부채총계	10.9	12.6	12.9	13.7
지배주주지분	106.1	129.6	171.3	235.8
자본금	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	75.3	98.7	140.4	204.9
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	106.1	129.6	171.3	235.8

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	13.9	11.8	12.8	8.5
P/B (x)	2.8	2.5	3.4	2.5
EV/EBITDA (x)	9.9	8.3	9.1	5.9
EPS (원)	2,598	3,376	5,573	8,373
BPS (원)	13,050	15,939	21,075	29,005
DPS (원)	450	550	550	550
배당성향 (%)	17.2	16.2	7.9	5.3
배당수익률 (%)	1.2	1.4	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	13.5	41.5	53.5	32.4
EBITDA증가율 (%)	10	27.4	73.1	54.1
조정영업이익증가율 (%)	8.9	26.9	77.3	55.5
EPS증가율 (%)	7.8	29.9	65.3	50.2
매출채권 회전일수	47.8	36.6	35.5	35.5
재고자산 회전일수	39.4	37.1	36.5	36
매입채무 회전일수	10.3	11	11.5	11.8
ROA (%)	18	19.3	24	25.7
ROE (%)	19.9	21.1	26.4	28.9
ROIC (%)	31.4	33.3	52.3	86.5
부채비율 (%)	9.3	8.9	6.8	5.2
유동비율 (%)	600	637	902	1564
당좌비율 (%)	496.9	523	812.2	1462.5
자기자본비율 (x)	90.7	91.3	90.8	89.1