

2023. 6. 27



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 32,000 원

현재주가 (6.26) 25,600 원

상승여력 25.0%

KOSDAQ 879.50pt

시가총액 2,517억원

발행주식수 983만주

유동주식비율 67.40%

외국인비중 1.03%

52주 최고/최저가 26,150원/16,025원

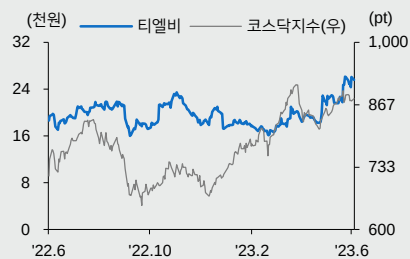
평균거래대금 84.7억원

주요주주(%)

백성현 외 9 인 31.62

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.5	40.7	31.8
상대주가	9.8	11.1	12.4

주가그래프



티엘비 356860

서버용 DDR5 공급 확대의 최대 수혜주

- ✓ 2Q23 업황 부진에도 DDR5 기판은 월별 성장 지속, 전체 매출 내 비중 28% 예상
- ✓ 하반기 DDR5의 서버 침투 가속화와 함께 주 고객사의 서버용 DDR5 내 점유율 확대를 통한 수혜 기대
- ✓ 전년 상반기 대비 높은 ASP가 유지되고 있는 상황에서 SK하이닉스향 물량 회복을 통해 타 기판 업체보다 빠른 실적 회복이 가능하다고 판단
- ✓ 2023년과 2024년 EPS 추정치를 각각 25.3%, 13.4% 상향하며, 적정주가를 32,000 원으로 +28.0% 상향

2Q23 Preview: 부진한 업황에도 DDR5 성장은 지속

2Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 7.3%, 43.6% 하회할 전망이다. 고객사 감소 및 전반적인 수요 둔화로 인해 재고조정 후 주문확대가 제한적인 상황이다. 다만 DDR5 기판은 월별 성장이 계속되고 있으며, 이를 바탕으로 QoQ 기준 개선된 실적이 예상된다. 2Q23 기준 DDR5의 매출 비중은 28%를 예상한다.

서버용 DDR5 공급 확대의 최대 수혜주 → 실적 눈높이 상향

DDR5의 경우 시장의 기대감과 달리 본격적인 개화 시점이 지속적으로 지연되어왔다. 그러나 당사는 올해 하반기부터는 DDR4→DDR5 전환의 본격화와 함께 기존 인텔의 사파이어레이크 외 AMD의 베르가모 출시로 인해 DDR5의 연말 서버 침투가 더욱 가속화될 것으로 전망한다. 이러한 비즈니스 환경의 변화 속에서 동사의 메인 고객사인 SK하이닉스의 경우 1) 경쟁업체 내 DDR5 개발과 품질 인증을 선행적으로 완료하였고, 2) DDR4 재고도 번들링으로 소진하는 등 DDR5내 경쟁력을 입증하고 있다. 올해 기준 서버용 디램 내 DDR5 비중은 약 22%, SK하이닉스 디램 생산 물량 내 DDR5 비중은 약 40%를 예상하며 SK하이닉스 DDR5 메모리모듈 PCB 메인벤더인 동사가 물량 증대에 따른 수혜가 가장 클 것으로 전망한다.

1) 1Q23 사업보고서 기준 동사의 평균 ASP가 17.5%의 영업이익률을 기록했던 1Q22보다 높게 유지(그림4) 되고 있다는 점 2) 상반기 부진한 업황에도 삼성전자향 물량은 점유율 확대를 통해 일정 수준 유지되었다는 점을 고려했을 때, SK하이닉스향 물량 회복을 통해 타 기판업체보다 빠른 실적 회복이 가능하다고 판단한다. 또한 서버용 DDR5 제품은 PC용 제품 대비 총수가 높고, 면적이 넓기 때문에 추가적인 단가 상승도 기대된다. 동사의 2023년과 2024년 EPS 추정치를 기존 추정치 대비 각각 25.3%, 13.4% 상향하며, 적정주가를 32,000원으로 +28.0% 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	178.1	13.4	12.6	1,278	-11.7	8,510	15.9	2.4	11.8	16.2	49.0
2022	221.6	38.8	31.0	3,154	146.7	11,498	6.0	1.6	4.0	31.5	45.8
2023E	192.4	17.4	14.6	1,483	-53.0	12,682	17.3	2.0	9.3	12.3	36.9
2024E	232.8	36.1	30.4	3,094	108.7	15,478	8.3	1.7	4.7	22.0	33.4
2025E	254.1	44.0	37.3	3,795	22.7	18,975	6.7	1.3	3.1	22.0	28.6

표1 티엘비 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	43.3	58.3	-25.8%	41.5	4.4%	46.7	-7.3%
영업이익	1.9	10.0	적전	1.5	23.1%	3.4	-43.6%
세전이익	1.8	10.2	적전	2.8	-34.8%	2.9	-36.4%
지배주주 순이익	1.0	8.5	적전	2.4	-56.2%	2.4	-56.9%
영업이익률(%)	4.4%	17.2%		3.7%		7.2%	
지배주주 순이익률(%)	2.4%	14.5%		5.7%		5.1%	

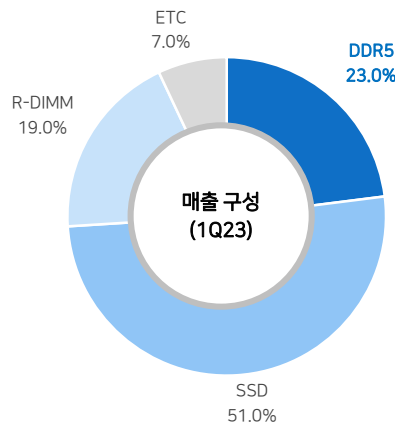
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,277	1,260	1,290	1,231	1,175
매출액	51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	43.3	52.2	55.5	221.5	192.4	232.8
(% QoQ)	1.7%	12.6%	-2.7%	-3.8%	-24.0%	4.4%	20.5%	6.3%			
(% YoY)	22.2%	44.3%	28.2%	7.1%	-20.0%	-25.8%	-8.1%	1.6%	24.4%	-13.1%	21.0%
SSD	21.8	30.9	29.5	25.7	21.2	20.8	23.0	25.8	107.9	90.7	0.0
R-DIMM	17.1	17.5	15.9	18.0	7.9	7.4	7.3	4.7	68.5	27.3	0.0
ETC	4.7	4.7	4.5	2.7	2.9	3.0	3.7	3.9	16.6	13.5	0.0
DDR5	8.8	5.3	6.8	8.2	9.5	12.1	18.3	21.1	29.1	61.0	0.0
영업이익	9.1	10.0	12.1	7.6	1.5	1.9	6.4	7.5	38.8	17.4	36.1
(% QoQ)	119.8%	10.3%	20.8%	-37.1%	-79.7%	23.1%	238.7%	17.3%			
(% YoY)	404.6%	267.7%	153.5%	84.4%	-83.0%	-81.0%	-46.9%	-0.9%	189.1%	-55.1%	106.9%
영업이익률 (%)	17.5	17.2	21.3	14.0	3.7	4.4	12.3	13.6	17.5	9.1	15.5
세전이익	9.3	10.2	13.9	5.2	2.8	1.8	6.4	6.4	38.6	17.5	36.7
지배주주순이익	7.8	8.5	11.5	3.3	2.4	1.0	5.6	5.6	31.0	14.6	30.4
지배주주순이익률(%)	15.0%	14.5%	20.2%	6.0%	5.7%	2.4%	10.7%	10.1%	14.0%	7.6%	13.1%

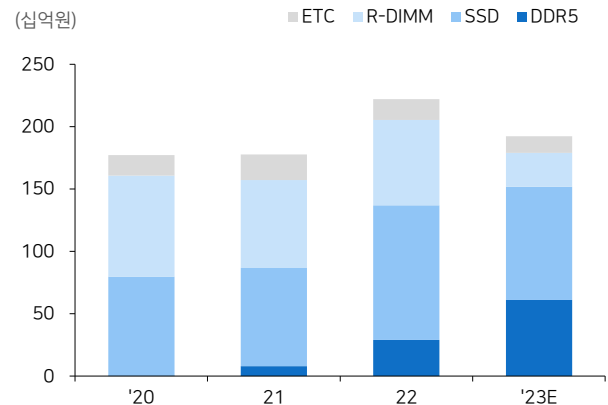
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 1Q23 기준 제품군별 매출 비중 추정



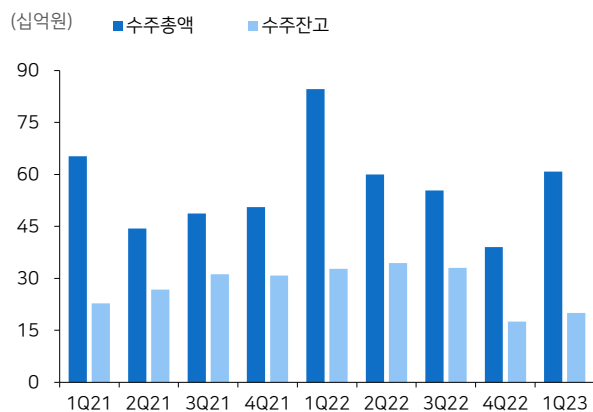
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 연도별 실적 추이 및 전망



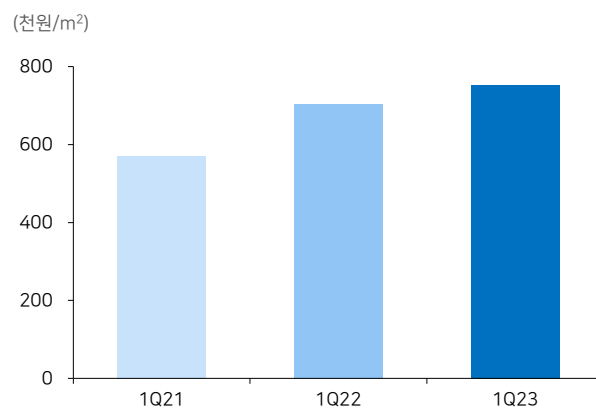
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 수주총액 및 수주잔고 추이



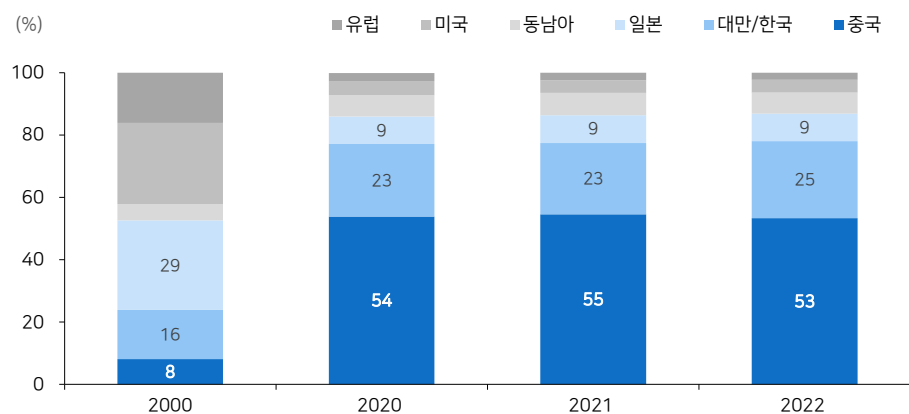
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1분기 기준 티엘비 ASP 비교



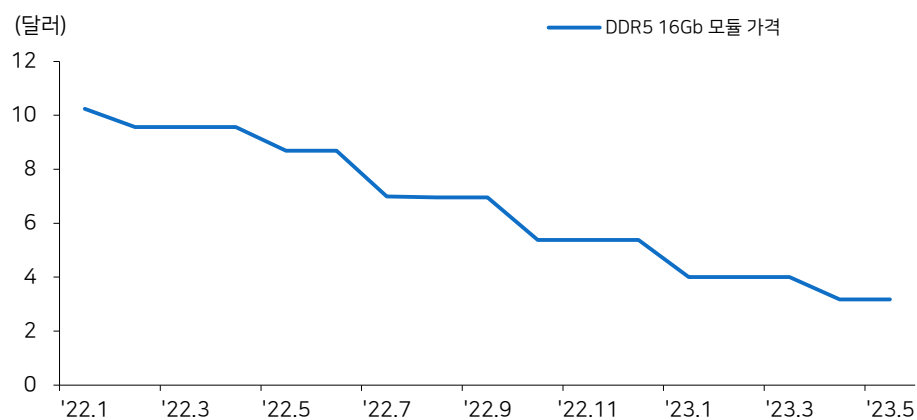
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대륙별 기판 생산 비중



자료: Prismask, 메리츠증권 리서치센터

그림6 DDR5 고정가 추이



자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 제품 현황



자료: 티엘비

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	2,257	12MF EPS
적정배수 (배)	13.9	2022년 고점 멀티플 적용
적정가치	31,291	
적정주가	32,000	
현재주가	25,600	
상승여력 (%)	25.0%	

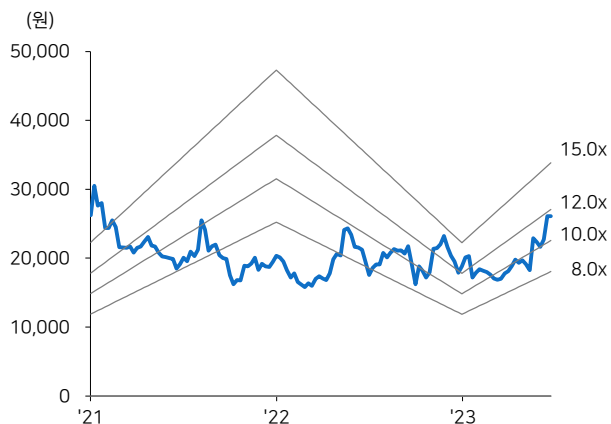
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 밸류에이션 테이블

	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)				
High	76,100	72,000	50,000	
Low	45,600	30,600	17,500	
Average	52,396	42,286	36,204	
확정치 기준 PER (배)				
High	52.6	56.3	15.9	
Low	31.5	23.9	5.5	
Average	36.2	33.1	11.5	
EPS (원)	1447.2	1278.4	3153.8	1482.7
EPS Growth (%)	34.2	-11.7	146.7	-53.0
컨센서스 기준 PER				
High	47.2	54.8	13.9	
Low	28.3	23.3	4.9	
Average	32.5	32.2	10.0	
EPS (원)	1,613	1,315	3,607	1,285
EPS growth (%)	49.6	-9.1	182.1	-59.3

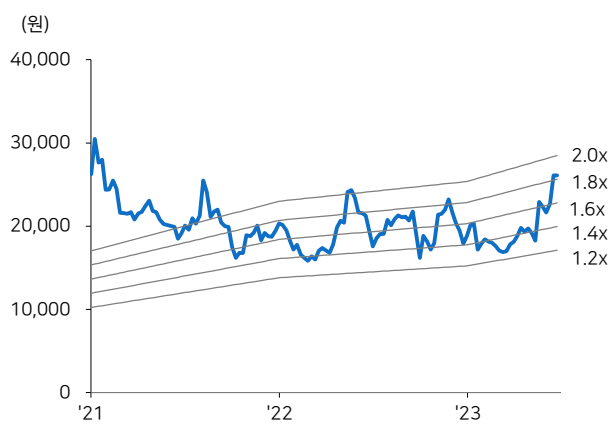
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 PER 추이



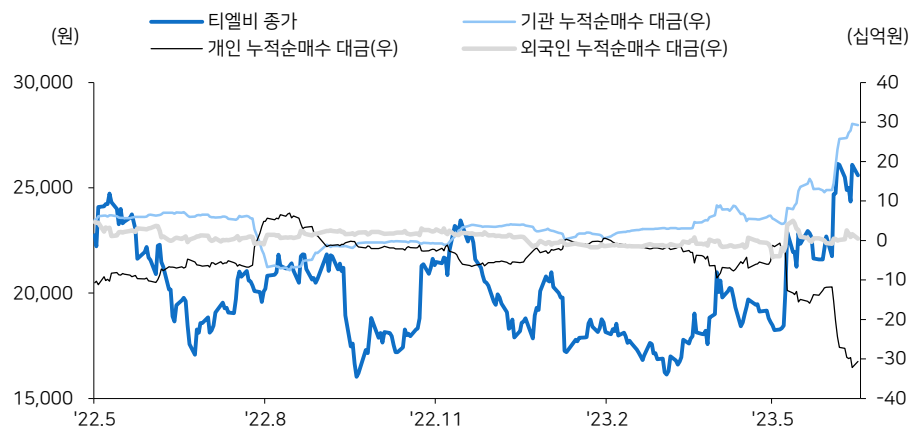
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 PBR 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 수급 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	178.1	221.6	192.4	232.8	254.1
매출액증가율 (%)	-3.3	24.4	-13.1	21.0	9.1
매출원가	155.7	175.2	165.8	184.7	196.9
매출총이익	22.4	46.4	26.6	48.1	57.2
판매관리비	9.0	7.5	9.2	12.1	13.2
영업이익	13.4	38.8	17.4	36.1	44.0
영업이익률	7.5	17.5	9.1	15.5	17.3
금융손익	-0.1	-0.3	0.0	0.6	1.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.0	38.6	17.5	36.7	45.4
법인세비용	2.5	7.6	2.9	6.3	8.1
당기순이익	12.6	31.0	14.6	30.4	37.3
지배주주지분 순이익	12.6	31.0	14.6	30.4	37.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-0.4	36.3	23.1	32.9	41.9
당기순이익(손실)	12.6	31.0	14.6	30.4	37.3
유형자산상각비	3.9	5.1	6.4	5.2	6.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-16.1	-5.9	2.1	-2.8	-1.5
투자활동 현금흐름	-8.9	-26.1	2.5	-3.5	-1.8
유형자산의증가(CAPEX)	-23.2	-15.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.9	-8.3	1.8	-2.6	-1.3
재무활동 현금흐름	2.1	4.1	-5.3	-2.9	-2.9
차입금의 증감	2.4	5.4	-2.3	0.1	0.0
자본의 증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-6.5	14.9	20.3	26.5	37.1
기초현금	20.0	13.5	28.4	48.7	75.2
기말현금	13.5	28.4	48.7	75.2	112.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	53.4	75.0	89.3	124.3	165.9
현금및현금성자산	13.5	28.4	48.7	75.2	112.4
매출채권	13.0	19.1	16.6	20.1	22.0
재고자산	23.2	20.6	17.9	21.6	23.6
비유동자산	71.3	89.8	81.5	78.8	74.1
유형자산	60.4	69.9	63.5	58.3	52.3
무형자산	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
투자자산	5.9	14.0	12.1	14.7	16.0
자산총계	124.7	164.8	170.8	203.0	239.9
유동부채	27.8	28.3	22.6	27.4	29.9
매입채무	13.6	11.3	9.8	11.9	13.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	7.3	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.2	23.4	23.4	23.5	23.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.5	23.1	23.1	23.1	23.1
부채총계	41.0	51.8	46.1	50.8	53.4
자본금	2.5	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	33.2	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	48.0	77.4	89.1	116.6	151.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	83.7	113.1	124.7	152.2	186.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,113	22,532	19,572	23,678	25,841
EPS(지배주주)	1,278	3,154	1,483	3,094	3,795
CFPS	1,866	4,534	2,426	4,204	5,091
EBITDAPS	1,776	4,475	2,426	4,204	5,091
BPS	8,510	11,498	12,682	15,478	18,975
DPS	125	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.6	1.6	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	15.9	6.0	17.3	8.3	6.7
PCR	10.9	4.1	10.6	6.1	5.0
PSR	1.1	0.8	1.3	1.1	1.0
PBR	2.4	1.6	2.0	1.7	1.3
EBITDA	17.5	44.0	23.9	41.3	50.1
EV/EBITDA	11.8	4.0	9.3	4.7	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	31.5	12.3	22.0	22.0
EBITDA 이익률	9.8	19.9	12.4	17.8	19.7
부채비율	49.0	45.8	36.9	33.4	28.6
금융비용부담률	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	41.5	42.9	18.0	39.1	47.7
매출채권회전율(x)	18.3	13.8	10.8	12.7	12.1
재고자산회전율(x)	8.6	10.1	10.0	11.8	11.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

