

# 티엘비 (356860/KQ)

AI 스마트폰 기판은 심텍? AI PC 는 티엘비!

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 37,500 원(상향)  
 현재주가: 25,900 원  
 상승여력: 44.8%



Analyst  
박형우

hyungwou@sk.com  
 02-3773-9035



Analyst  
권민규

mk.kwon@sk.com  
 02-3773-8578

### Company Data

발행주식수	983 만주
시가총액	255 십억원
주요주주	
백성현(외9)	30.60%
자사주(신탁)	0.61%

### Stock Data

주가(23/11/29)	25,900 원
KOSDAQ	822.44 pt
52주 최고가	30,300 원
52주 최저가	16,130 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 3분기 실적 쇼크 / 4분기 실적 반등 시작

23년 3분기 영업손익은 -12 억원(적전, QoQ)로 부진했다. 그러나 4분기에는 영업이익 41억원(흑전, QoQ)로 반등이 시작된다. 3분기 말부터 가동률이 90%로 올라왔다. 4 분기에도 80% 후반대의 높은 가동률을 유지 중이다. 이는 24년 주문 증가 환경에서 돌보일 전망이다. 타 패키징 기판 업체들의 가동률이 약 70%인 점과 차별화된다.

## 2024년의 성장 모멘텀이 가장 명확한 기판 기업

- ① 메모리 업황 반등: 23년에는 고전했다. 수요 둔화와 고객사의 추가 감소 때문이다. 24년의 메모리 업황 반등이 기대된다. 티엘비는 메모리 매출 비중이 99%다.
- ② DDR5 비중: DDR5로의 전환이 본격화된다. 23년에는 특정 고객사만 DDR5 기판 주문을 늘렸다. 그러나 24년에는 또 다른 고객사가 본격적인 생산에 돌입한다. 동사의 DDR5 비중은 최근 급등해 2Q23에 36%, 3Q에 42%를 기록 중이다.
- ③ DDR5 기판 업그레이드: 비중상승과 함께 스펙 변화도 발생한다. DDR5에 비아홀(Via Hole) 공법이 적용된 기판이 채택된다. DDR4 막바지(22년)에 동사의 실적 개선을 이끌었던 프리미엄 기판이다. 기판의 업그레이드는 ASP 상승을 의미한다.
- 4) 고객사의 SSD 증산: 공급단가가 높은 제품군은 SSD 모듈 기판이다. SSD 비중은 22년 49%에서 23년 44%로 하락했다. 24년에는 반등이 유력하다.

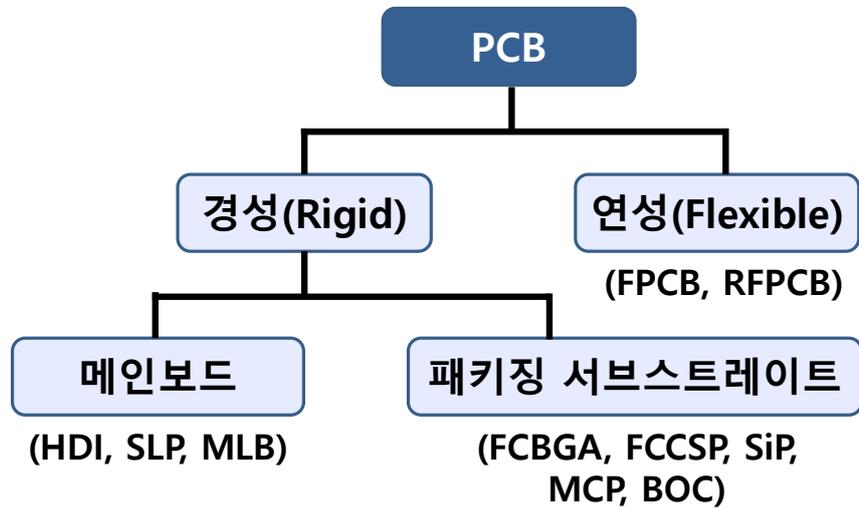
## 목표주가 37,500 원으로 상향, AI PC&서버 수혜주

25년 EPS와 IT 기판의 통상적인 PER 10 배에 10% 프리미엄을 반영해 산정했다. 프리미엄 반영은 4 분기가 업황 반등의 초입이라는 판단하기 때문이다. 온디바이스 AI 로 스마트폰 밸류체인에 대한 관심이 늘고 있다. 그러나 AI 는 모바일뿐 아니라 PC 에서 더 돌보일 수 있다. AI 기능이 강화된다면 PC 와 서버에서는 DRAM 과 NAND 의 채용량 증가가 불가피하다. 이는 모듈 PCB 기판의 업그레이드로 이어진다. 동사의 메모리 기판은 모두 PC 와 서버용이다. 이미 DDR5 와 서버 SSD 기판의 변화가 감지된다. 메모리 업황 개선과 맞물릴 AI 시대에 기판 모듈의 스펙 상향을 주목한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	184	178	222	164	187	228
영업이익	십억원	15	13	38	6	27	40
순이익(지배주주)	십억원	12	12	31	5	22	34
EPS	원	1,202	1,262	3,108	543	2,216	3,421
PER	배	21.8	16.1	6.0	47.7	11.7	7.6
PBR	배	3.6	2.4	1.6	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	배	12.6	11.8	4.0	21.4	7.6	5.0
ROE	%	16.6	16.1	31.3	4.7	17.6	22.7

기판(PCB)의 종류 : 티엘비는 HDI 메인보드 형태의 메모리반도체 기판을 제조



자료: SK 증권

티엘비 사업부문별 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
제품별 매출액	41.5	42.4	39.3	41.0	43.0	45.2	48.1	50.8	221.5	164.2	187.1
DRAM모듈 기판	20.3	23.9	22.9	23.9	25.1	26.4	27.8	29.3	111.8	91.0	108.5
서버용	7.9	5.9	3.9	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	68.5	21.9	17.4
PC용	2.8	2.7	2.4	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1	14.2	10.4	8.8
DDR5	9.5	15.3	16.5	17.3	18.6	19.8	21.2	22.7	29.1	58.7	82.4
SSD모듈 기판	21.2	18.2	16.1	16.9	17.8	18.7	20.0	21.4	107.9	72.4	77.8
장비 기판	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.9	0.2	0.2
기타	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	0.6	0.7
매출 비중 (%)											
DRAM모듈 기판 (%)	49	56	58	58	58	58	58	58	50	55	58
SSD모듈 기판 (%)	51	43	41	41	41	41	41	42	49	44	42
장비용 기판 (%)	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY (매출액) (%)	-20	-27	-31	-25	4	7	22	24	24	-26	14
DRAM모듈 기판 (%)	-31	-11	-15	-16	24	10	21	22	17	-19	19
SSD모듈 기판 (%)	-3	-41	-45	-34	-16	2	24	26	38	-33	7
장비용 기판 (%)	-100	-100	10	10	#DIV/0!	#DIV/0!	10	10	-68	-79	10
영업이익	1.5	1.5	(1.2)	4.1	5.7	6.5	7.5	7.1	38.5	6.0	26.8
OPM (%)	4	4	-3	10	13	14	16	14	17	4	14
YoY (%)	-83	-85	-110	-44	271	331	-745	72	187	-84	346

자료: SK증권 추정

**티엘비 목표주가 밸류에이션 분석**

	25E	비고
목표주가	37,500 원	
25E EPS	3,421 원	25년 EPS 3,421 원
목표 PER	11 배	통상적인 IT 기판 PER10 배, 프리미엄 반영(업황 반등 초입인 점 감안)
주당가치	37,635 원	

자료: SK 증권 추정

**티엘비 실적추정 변경표**

구분 (단위: 십억원)	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	178	202	164	187	(7.8)	(7.4)
영업이익	12	29	6	27	(50.0)	(7.6)
순이익	11	24	6	24	(50.0)	0.0
OPM (%)	6.7	14.4	3.7	14.3	-	-
NPM	6.2	11.9	3.3	12.8	-	-

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	54	78	61	66	81
현금및현금성자산	14	31	26	22	28
매출채권 및 기타채권	13	20	15	19	23
재고자산	23	21	15	19	23
<b>비유동자산</b>	71	87	105	122	140
장기금융자산	0	2	1	2	2
유형자산	65	73	91	107	125
무형자산	1	1	1	1	0
<b>자산총계</b>	125	165	166	187	221
<b>유동부채</b>	28	29	29	32	36
단기금융부채	8	3	15	15	15
매입채무 및 기타채무	15	14	14	17	21
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	14	24	23	22	21
장기금융부채	13	24	23	21	20
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	42	53	52	54	57
<b>지배주주지분</b>	83	112	114	133	164
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	33	31	31	31	31
기타자본구성요소	0	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	-1	-1	-1
이익잉여금	48	77	79	98	128
비지배주주지분	-0	-0	-0	-0	0
<b>자본총계</b>	83	112	114	133	164
<b>부채외자본총계</b>	125	165	166	187	221

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	-0	36	11	30	44
당기순이익(손실)	12	31	5	22	34
비현금성항목등	6	14	11	18	23
유형자산감가상각비	4	5	6	8	10
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	2	8	5	10	12
운전자본감소(증가)	-16	-6	3	-4	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	-6	-7	5	-4	-4
재고자산의감소(증가)	-4	3	3	-4	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	-3	-1	-4	3	4
기타	-2	-1	-1	0	0
법인세납부	-3	-2	-8	-5	-8
<b>투자활동현금흐름</b>	-8	-23	-23	-30	-34
금융자산의감소(증가)	20	-4	1	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-28	-19	-24	-24	-28
무형자산의감소(증가)	-0	0	-0	0	0
기타	-0	-0	1	-5	-5
<b>재무활동현금흐름</b>	2	3	6	-4	-4
단기금융부채의증가(감소)	-3	-7	2	0	0
장기금융부채의증가(감소)	5	12	8	-1	-1
자본의증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금지급	0	-1	-3	-3	-3
기타	-0	-1	-1	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-6	17	-6	-4	6
기초현금	20	14	31	26	21
기말현금	14	31	26	21	27
FCF	-28	17	-13	6	16

자료 : 티엘비, SK증권 추정

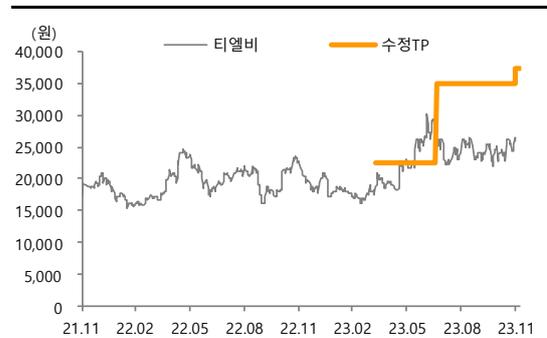
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	178	222	164	187	228
매출원가	155	175	150	152	178
<b>매출총이익</b>	23	47	14	36	50
매출총이익률(%)	13.0	21.2	8.8	19.0	21.8
<b>판매비와 관리비</b>	10	8	8	9	9
<b>영업이익</b>	13	38	6	27	40
영업이익률(%)	7.5	17.4	3.7	14.3	17.7
<b>비영업손익</b>	2	-0	1	0	1
순금융손익	-0	-0	-0	-1	-1
외환관련손익	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	-0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	15	38	7	27	42
세전계속사업이익률(%)	8.4	17.3	4.1	14.4	18.2
<b>계속사업법인세</b>	2	8	1	5	8
<b>계속사업이익</b>	12	31	5	22	34
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	12	31	5	22	34
순이익률(%)	7.0	13.8	3.2	11.6	14.8
지배주주	12	31	5	22	34
지배주주귀속 순이익률(%)	7.0	13.8	3.3	11.6	14.7
비지배주주	-0	-0	-0	0	0
총포괄이익	12	30	6	22	34
지배주주	12	30	6	22	34
비지배주주	-0	-0	-0	0	0
<b>EBITDA</b>	17	44	12	35	51

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-33	244	-25.9	13.9	21.9
영업이익	-11.7	187.5	-84.4	345.6	50.7
세전계속사업이익	4.1	156.9	-82.2	294.9	54.4
EBITDA	-7.1	151.1	-72.0	182.8	46.5
EPS	5.0	146.2	-82.5	308.1	54.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	10.4	21.1	3.2	12.3	16.5
ROE	16.1	31.3	4.7	17.6	22.7
EBITDA마진	9.8	19.7	7.5	18.5	22.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	194.3	273.4	209.8	201.6	222.9
부채비율	50.2	46.8	45.5	40.7	34.7
순차입금/자기자본	6.0	-8.9	6.8	7.3	1.0
EBITDA/이자비용(배)	53.2	47.7	9.6	25.6	38.7
배당성향	9.9	9.7	54.9	13.5	8.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,262	3,108	543	2,216	3,421
BPS	8,465	11,424	11,727	13,645	16,768
CFPS	1,673	3,644	1,179	3,021	4,487
주당 현금배당금	125	300	300	300	300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	16.1	6.0	47.7	11.7	7.6
PBR	2.4	1.6	2.2	1.9	1.5
PCR	12.2	5.2	22.0	8.6	5.8
EV/EBITDA	11.8	4.0	21.4	7.6	5.0
배당수익률	0.6	1.6	1.2	1.2	1.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.30	매수	37,500원	6개월		
2023.07.20	매수	35,000원	6개월	-30.12%	-24.43%
2023.04.07	매수	22,500원	6개월	1.60%	34.67%



### Compliance Notice

작성자(박형우)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 (2023년 11월 30일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------