

2024. 5. 20



▲ 전기전자/IT부품

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **33,000 원**
현재주가 (5.17) **26,500 원**
상승여력 **24.5%**

KOSDAQ	855.06pt
시가총액	2,606억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	68.41%
외국인비중	1.76%
52주 최고/최저가	32,100원/18,450원
평균거래대금	180.2억원

주요주주(%)	
백성현 외 9 인	30.60
한국증권금융	5.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	1.3	43.6
상대주가	-5.6	-5.3	40.1

주가그래프



티엘비 356860

2Q부터 믹스 개선 시작

- ✓ 1Q24 매출은 당사 추정치를 하회, 영업이익은 적자 전환
- ✓ 주 고객사의 재고 소진 기간 증가로 SSD와 DDR5향 매출 모두 기대 대비 부진
- ✓ 2Q24부터는 북미 메모리 고객사향 출하 확대 등 믹스개선을 통한 실적 반등 기대
- ✓ 하반기 가동률 상승과 함께 실적 성장 Cycle이 시작될 수 있다는 기존 전망 유지
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 33,000원 유지

1Q24 Review: 베트남 투자 비용 반영으로 적자전환

1Q24 매출액(442억원)은 당사 추정치를 -4.4% 하회했고, 매출 감소 및 베트남 투자 비용 반영으로 적자전환하였다. 주 고객사들의 HBM 집중 출하 전략으로 인해 DDR5, SSD 모두 재고 소진 기간이 길어진 것으로 파악된다. 일례로 작년 4분기 크게 증가한 SSD향 매출은 1분기 재차 감소하였다. DDR5향 매출은 작년 2분기부터 150억원 이상이 유지되고 있으나, 추가적인 주문 확대는 제한적인 상황이다.

2Q24부터 믹스개선 시작

2Q24E 매출액 482원(+9.0% QoQ, +13.7% YoY), 영업이익 14억원(흑전 QoQ, -6.4% YoY)을 전망한다. 2Q는 가동률보다는 믹스개선 중심의 실적 회복이 기대된다. 이는 주 고객사 내 미드-하이엔드급 기판 점유율 증가와 함께 북미 메모리 고객사향 물량 증가가 더해지기 때문이다. 특히 북미 메모리 고객사향 출하 확대가 SSD향 매출 확대 및 ASP 상승을 견인할 전망이다. 한자리 초반을 유지하던 북미 메모리 고객사 내 동사의 점유율은 올해를 기준으로 약 10%까지 확대될 것으로 예상된다. 종합적으로 기존 고객사의 서버향 메모리 출하 확대 효과까지 더해져 2분기 기준 동사의 Blended ASP는 +11.0% QoQ 상승을 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 33,000원 유지

2Q에 발생한 믹스개선 이후 3Q부터는 재고소진과 맞물려 가동률 상승을 통한 실적성장이 기대된다. 베트남 투자로 인한 추가적인 고정비 상승을 반영했으나 하반기부터 가파른 실적 성장 Cycle이 시작될 수 있다는 기존의 전망을 유지한다. 또한 하반기부터 AI 서버향 eSSD향 모듈 PCB, CXL향 모듈 PCB 등의 납품 시작과 함께 타 기판 업체 대비 높은 멀티플 또한 정당화될 수 있다고 판단된다. 연간 실적 전망치는 하향했으나 Target Multiple을 22.1배(4년 저점 평균 멀티플) → 27.1배(4년 평균 멀티플)로 상향해 적정주가 33,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	221.6	38.5	30.6	3,108	146.2	11,424	6.0	1.6	4.0	31.3	46.8
2023	171.3	3.0	2.5	256	-91.8	11,213	119.5	2.7	34.6	2.3	56.5
2024E	197.0	7.9	6.9	699	173.5	11,713	37.9	2.3	19.0	6.1	52.2
2025E	229.2	21.2	19.8	2,011	187.5	13,526	13.2	2.0	9.1	15.9	48.2
2026E	252.6	26.4	24.0	2,439	21.3	15,766	10.9	1.7	7.2	16.7	39.9

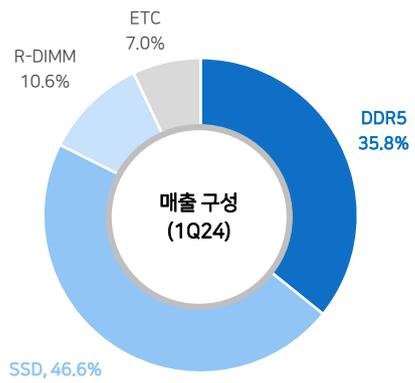
(십억원)	1Q24	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	44.2	41.5	6.7%	48.1	-8.0%	46.2	-4.3%	46.3	-4.4%
영업이익	-0.3	1.5	nm	1.1	nm	1.4	nm	1.1	nm
세전이익	0.5	2.3	-79.4%	0.6	-17.3%	1.3	-63.5%	1.3	-63.5%
순이익	0.2	1.8	-87.7%	0.5	-55.9%	1.3	-82.2%	0.7	-67.7%
영업이익률(%)	-0.6%	3.7%		2.4%		3.0%		2.4%	
순이익률(%)	0.5%	4.4%		1.1%		2.7%		1.5%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
환율	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,370	1,335	1,340	1,290	1,306	1,343
매출액	41.5	42.4	39.3	48.1	44.2	48.2	51.0	53.5	221.5	171.3	197.0
(% QoQ)	-24.0%	2.2%	-7.3%	22.4%	-8.0%	9.0%	5.8%	4.9%			
(% YoY)	-20.0%	-27.3%	-30.8%	-11.9%	6.7%	13.7%	29.8%	11.2%	24.4%	-22.7%	15.0%
SSD	21.2	18.2	16.1	22.3	20.6	22.6	23.7	24.3	107.9	77.8	91.2
R-DIMM	7.9	5.9	3.9	4.3	4.7	4.6	4.4	4.1	68.5	22.0	17.8
ETC	2.9	3.0	2.8	5.4	3.1	3.4	3.6	3.7	16.6	14.0	13.8
DDR5	9.5	15.3	16.5	16.1	15.8	17.6	19.4	21.4	29.1	57.4	74.2
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.1	-0.3	1.4	3.0	3.7	38.5	3.0	7.9
(% QoQ)	-79.2%	-2.1%	-176.6%	-199.2%	-122.7%	-642.2%	114.0%	22.4%			
(% YoY)	-83.0%	-84.9%	-109.7%	-84.5%	-116.9%	-6.4%	-361.5%	222.6%	187.5%	-92.1%	158.8%
영업이익률 (%)	3.7%	3.6%	-2.9%	2.4%	-0.6%	2.9%	5.9%	6.9%	17.4%	1.8%	4.0%
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	0.5	1.3	3.0	3.6	38.2	3.3	8.4
지배주주순이익	1.8	1.2	-1.0	0.5	0.2	0.9	2.5	3.2	30.6	2.5	6.9
지배주주순이익률(%)	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	0.5%	1.9%	5.0%	6.0%	13.8%	1.5%	3.5%

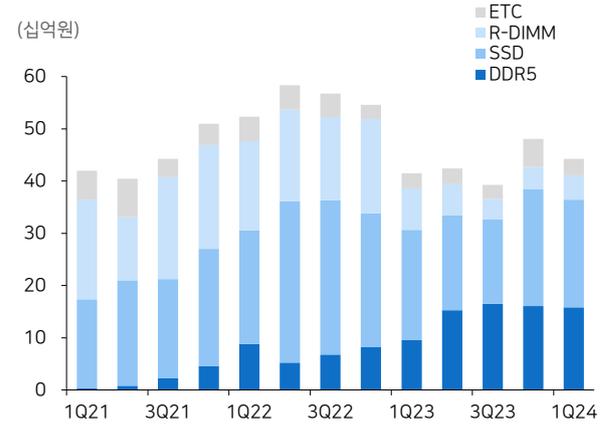
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 1Q24 기준 제품군별 매출 비중



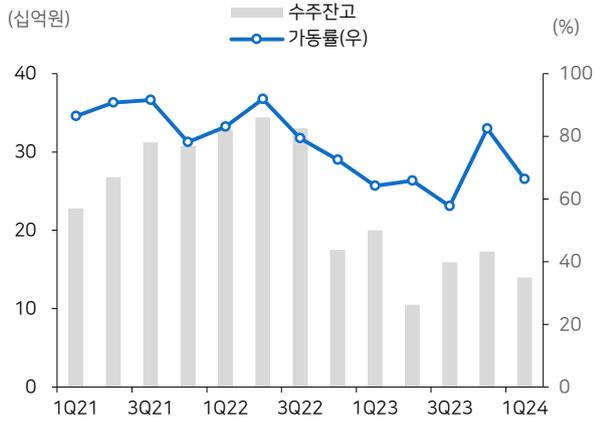
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기별 실적 추이



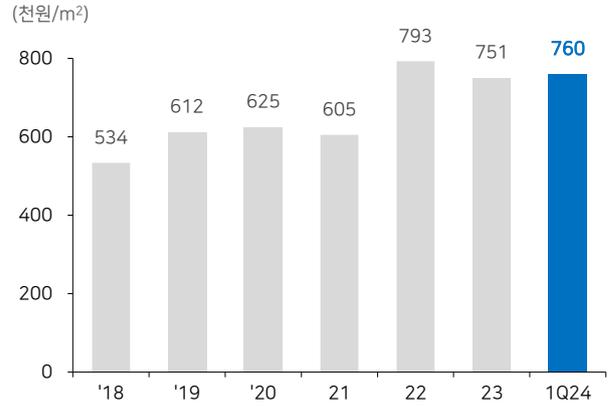
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 수주잔고 및 가동률 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 ASP 추이



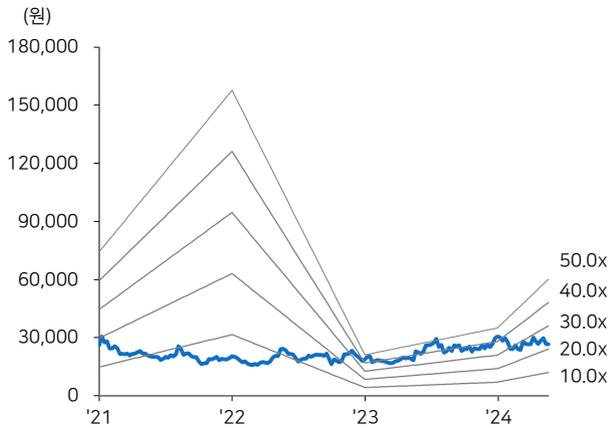
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,204	12MF EPS
적정배수 (배)	27.1	'20~'23년 평균 멀티플
적정가치	32,559	
적정주가	33,000	
현재주가	26,500	
상승여력 (%)	24.5%	

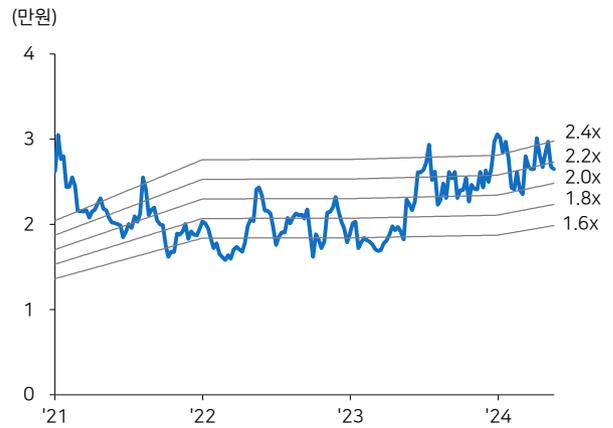
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	221.6	171.3	197.0	229.2	252.6
매출액증가율 (%)	24.4	-22.7	15.0	16.4	10.2
매출원가	174.6	160.0	178.3	195.4	213.1
매출총이익	46.9	11.4	18.7	33.8	39.4
판매비와관리비	8.5	8.3	10.9	12.6	13.0
영업이익	38.5	3.0	7.9	21.2	26.4
영업이익률 (%)	17.4	1.8	4.0	9.2	10.5
금융수익	-0.4	-0.3	-0.8	-0.7	-0.2
중속/관계기업관련손익	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.5	1.4	3.9	3.8
세전계속사업이익	38.2	3.3	8.4	24.4	30.0
법인세비용	7.7	0.8	1.6	4.6	6.1
당기순이익	30.6	2.5	6.9	19.7	23.9
지배주주지분 손이익	30.6	2.5	6.9	19.8	24.0

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	78.3	67.5	65.0	80.4	99.1
현금및현금성자산	31.2	11.5	1.1	6.1	17.3
매출채권	19.1	21.9	25.2	29.3	32.3
재고자산	20.6	20.6	23.1	26.9	29.6
비유동자산	86.6	105.0	110.3	116.6	117.6
유형자산	73.4	91.1	96.3	102.3	103.2
무형자산	0.5	0.7	0.5	0.4	0.2
투자자산	2.4	2.1	2.4	2.8	3.1
자산총계	164.9	172.6	175.3	197.0	216.8
유동부채	28.7	35.4	33.1	36.9	34.6
매입채무	11.2	13.2	15.2	17.7	19.5
단기차입금	0.0	5.0	10.0	10.0	5.0
유동성장기부채	2.3	10.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	24.0	27.0	27.1	27.2	27.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	23.6	26.0	26.0	26.0	26.0
부채총계	52.6	62.3	60.1	64.0	61.9
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	76.6	75.9	80.8	98.6	120.6
비지배주주지분	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
자본총계	112.3	110.2	115.2	132.9	154.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	35.4	-1.5	9.4	20.5	26.1
당기순이익(손실)	30.6	2.5	6.9	19.7	23.9
유형자산감가상각비	5.2	6.0	6.8	9.0	9.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-6.4	-4.9	-3.1	-4.5	-3.3
투자활동 현금흐름	-23.3	-29.8	-12.6	-13.6	-8.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.0	-25.0	-12.0	-15.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-2.5	0.4	-0.3	-0.4	-0.3
재무활동 현금흐름	4.1	11.1	-7.2	-1.9	-6.9
차입금증감	5.4	15.6	-5.2	0.1	-4.9
자본의증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	16.7	-19.7	-10.3	5.0	11.2
기초현금	14.5	31.2	11.5	1.1	6.1
기말현금	31.2	11.5	1.1	6.1	17.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,532	17,422	20,033	23,313	25,688
EPS(지배주주)	3,108	256	699	2,011	2,439
CFPS	4,495	1,208	1,517	3,085	3,630
EBITDAPS	4,448	939	1,517	3,085	3,630
BPS	11,424	11,213	11,713	13,526	15,766
DPS	300	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	119.5	37.9	13.2	10.9
PCR	4.2	25.3	17.5	8.6	7.3
PSR	0.8	1.8	1.3	1.1	1.0
PBR	1.6	2.7	2.3	2.0	1.7
EBITDA	43.7	9.2	14.9	30.3	35.7
EV/EBITDA	4.0	34.6	19.0	9.1	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.3	2.3	6.1	15.9	16.7
EBITDA 이익률	19.7	5.4	7.6	13.2	14.1
부채비율	46.8	56.5	52.2	48.2	39.9
금융비용부담률	0.4	0.7	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	42.0	2.4	5.3	15.4	20.5
매출채권회전율(x)	13.8	8.3	8.4	8.4	8.2
재고자산회전율(x)	10.1	8.3	9.0	9.2	8.9

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

