

2024. 11. 18



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **22,000 원****현재주가 (11.15)** **12,640 원****상승여력** **74.1%**

KOSDAQ 685.42pt

시가총액 1,243억원

발행주식수 983만주

유동주식비율 67.90%

외국인비중 0.87%

52주 최고/최저가 32,100원/11,510원

평균거래대금 23.5억원

주요주주(%)

백성현 외 9 인 30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	-51.8	-51.4
상대주가	10.4	-39.4	-42.6

주가그래프**티엘비** 356860**메모리 업황을 이겨내는 기술력**

- ✓ 3Q24 연결 영업이익은 북미 메모리 고객사향 SSD 매출액 확대로 컨센서스 상회
- ✓ 별도 영업이익률 기준 1Q24 0.5%→2Q24 2.2%→3Q24 8.1%의 가파른 상승세 지속
- ✓ 4Q24 연결 실적 또한 영업이익 31억원(+6.0% YoY)으로 흑자 기조 유지 전망
- ✓ ASP 상승을 통해 업황 부진을 상쇄하고 있는 점은 다른 기판 업체들과 차별화되는 동사만의 핵심 경쟁력. 투자 의견 Buy, 적정주가 22,000원 제시

3Q24 Review: 컨센서스 상회

3Q24 연결 실적은 매출액 464억원(+18.1% YoY), 영업이익 28억원으로 시장 컨센서스(영업이익 23억 원)를 +22.0% 상회했다. 주요 고객사 내 미드-하이엔드 기판 점유율이 증가하고, 북미 메모리 고객사 내 점유율 확대 효과가 더해지며 전사 실적 성장을 견인했다. 특히 북미 메모리 고객사향 SSD 매출액은 전년 대비 2배 이상 성장한 것으로 파악된다.

업황을 이겨내는 기술력, 믹스개선 지속될 것

고객사들의 주문 감소 기조로 타 기판 업체들의 실적 부진이 지속되는 가운데, 동사만이 믹스개선(그림3)을 통해 별도 영업이익률 기준 1Q24 0.5% → 2Q24 2.2% → 3Q24 8.1%의 가파른 상승세(그림4)를 기록하고 있다. 4Q24 연결 실적 또한 매출액 472억원(-1.9% YoY), 영업이익 31억원(+6.0% YoY)으로, 북미 메모리 고객사향 물량 확대에 따른 ASP 상승 효과로 흑자 기조가 유지될 전망이다. 또한, 2025년을 바라보면 ASP 상승과 관련해 다음과 같은 두 가지 주요 변화가 기대된다.

1. CXL 물량 확대: 3분기를 기점으로 초도 생산이 시작되었으며, 향후 고객사의 물량 확대에 따라 추가적인 믹스 개선이 예상된다.

2. DDR5 기판 소재 변화: DDR5 기판에 Package Substrate와 같은 BT 계열 소재 적용이 시도되고 있으며, 국내에서는 동사만이 해당 개발 프로젝트에 참여하고 있는 것으로 파악된다. 향후 양산이 본격화되면 추가적인 ASP 상승이 기대된다.

타라인 수요 둔화를 반영하여 실적 전망치를 하향 조정하고, 적정 주가는 22,000 원으로 -18.5% 하향 제시한다. 그러나 지속적인 ASP 상승을 통해 업황 부진을 상쇄하고 있는 점은 다른 기판 업체들과 차별화되는 동사만의 핵심 경쟁력이라 판단된다. 업종 내 투자 매력도가 높다는 기존 의견과 투자의견 Buy를 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	177.4	5.6	4.7	480	87.7	11,495	26.3	1.1	11.8	4.2	51.1
2025E	197.1	14.0	12.6	1,285	167.7	12,582	9.8	1.0	6.4	10.7	48.6
2026E	211.7	17.5	15.3	1,557	21.2	13,941	8.1	0.9	5.1	11.7	41.5

표1 티엘비 3Q24 Review

(십억원)	3Q24	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	46.4	39.3	18.1%	39.5	17.6%	44.8	3.6%	44.4	4.6%
영업이익	2.8	-1.2	흑전	-0.1	흑전	2.3	22.0%	1.8	53.9%
세전이익	1.3	-1.1	흑전	1.2	6.6%	2.7	-50.4%	3.1	-57.6%
순이익	0.8	-1.0	흑전	1.1	-30.1%	2.3	-65.7%	2.7	-70.8%
영업이익률(%)	6.0%	-2.9%		-0.2%		5.1%		4.1%	
순이익률(%)	1.7%	-2.7%		2.9%		5.1%		6.1%	

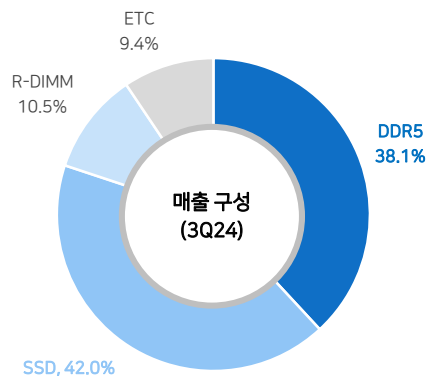
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,370	1,374	1,375	1,306	1,362	1,175
매출액	41.5	42.4	39.3	48.1	44.2	39.5	46.4	47.2	171.3	177.4	197.1
(% QoQ)	-24.0%	2.2%	-7.3%	22.4%	-8.0%	-10.8%	17.6%	1.6%			
(% YoY)	-20.0%	-27.3%	-30.8%	-11.9%	6.7%	-6.9%	18.1%	-1.9%	-22.7%	3.5%	11.1%
SSD	21.2	18.2	16.1	22.3	20.6	16.6	19.5	20.5	77.8	77.2	83.9
R-DIMM	7.9	5.9	3.9	4.3	4.7	3.9	4.9	4.5	22.0	18.0	17.6
ETC	2.9	3.0	2.8	5.4	3.1	1.6	4.4	3.8	14.0	12.8	13.8
DDR5	9.5	15.3	16.5	16.1	15.8	17.4	17.7	18.4	57.4	69.3	81.8
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.1	-0.3	-0.1	2.8	3.1	3.0	5.5	14.0
(% QoQ)	-79.2%	-2.1%	적전	흑전	적전	-77.2%	흑전	11.9%			
(% YoY)	-83.0%	-84.9%	적전	-84.5%	적전	적전	흑전	170.0%	-92.1%	82.2%	152.1%
영업이익률(%)	3.7%	3.6%	-2.9%	2.4%	-0.6%	-0.2%	6.0%	6.6%	1.8	3.1	7.1
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	0.5	1.2	1.3	3.0	3.3	6.0	16.0
지배주주순이익	1.8	1.2	-1.0	0.5	0.2	1.1	0.8	2.6	2.5	4.7	12.6
지배주주순이익률(%)	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	0.5%	2.9%	1.7%	5.5%	1.5%	2.7%	6.4%

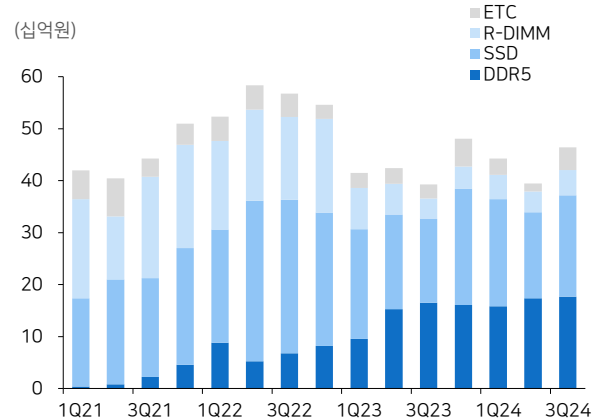
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 3Q24 기준 제품군별 매출 비중



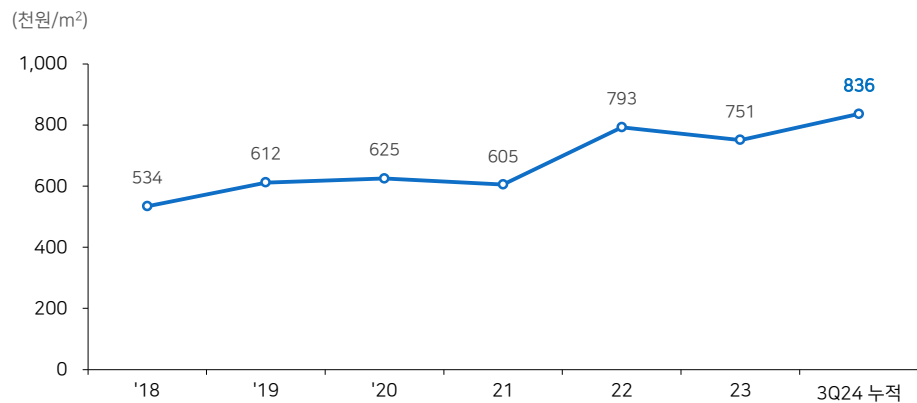
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기별 실적 추이



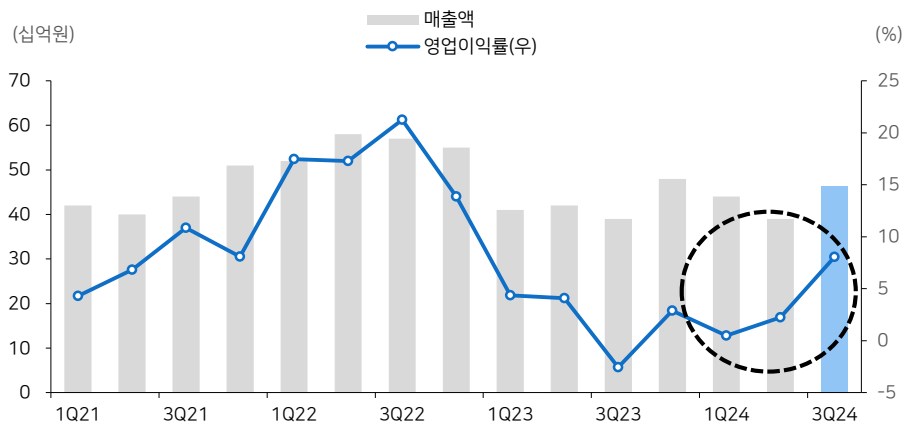
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 Blended ASP 추이



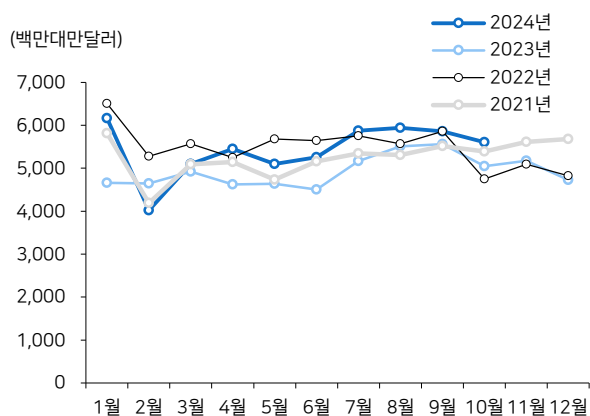
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 별도 기준 매출액, 영업이익률 추이



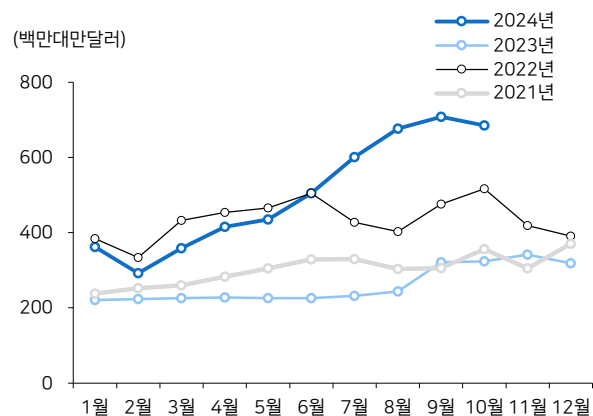
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 Tripod 월별 매출액 (대만 Peer)



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Aspeed 월별 매출액



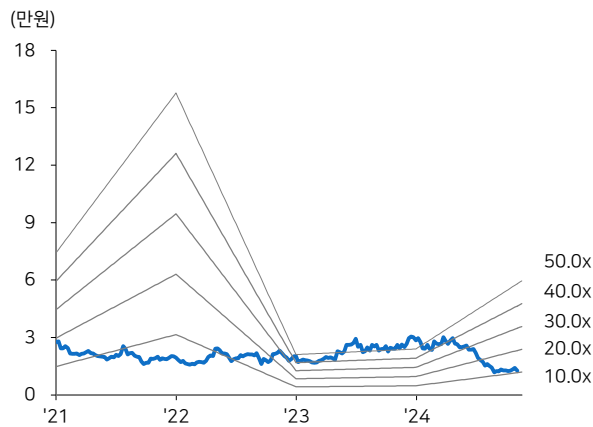
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,192	12MF EPS
적정배수 (배)	18.8	컨센서스 기준 '20~'22년 저점 평균 멀티플
적정가치	22,406	
적정주가	22,000	
현재주가	12,640	
상승여력 (%)	74.1%	

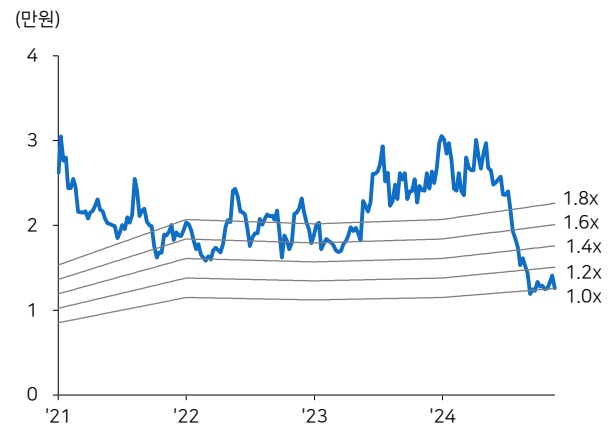
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 PER 밴드



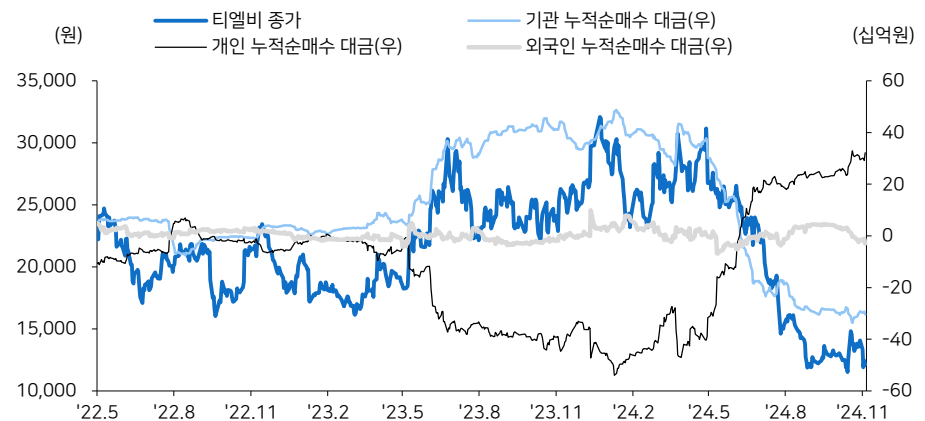
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	221.6	171.3	177.4	197.1	211.7
매출액증가율(%)	24.4	-22.7	3.5	11.1	7.4
매출원가	174.6	160.0	160.3	172.2	183.3
매출총이익	46.9	11.4	17.0	24.9	28.4
판매관리비	8.5	8.3	11.5	10.9	10.9
영업이익	38.5	3.0	5.6	14.0	17.5
영업이익률(%)	17.4	1.8	3.1	7.1	8.3
금융손익	-0.4	-0.3	-0.9	-0.9	-0.6
종속/관계기업손익	-0.0	-0.0	0.5	1.0	1.0
기타영업외손익	0.2	0.5	0.8	1.8	1.7
세전계속사업이익	38.2	3.3	6.0	16.0	19.6
법인세비용	7.7	0.8	1.3	3.4	4.3
당기순이익	30.6	2.5	4.7	12.6	15.3
지배주주지분 순이익	30.6	2.5	4.7	12.6	15.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	35.4	-1.5	7.8	15.9	19.6
당기순이익(손실)	30.6	2.5	4.7	12.6	15.3
유형자산상각비	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	-2.6	-3.0	-2.2
투자활동 현금흐름	-23.3	-29.8	-11.1	-13.7	-8.4
유형자산의증가(CAPEX)	-19.0	-25.0	-12.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	0.4	0.4	0.8	0.8
재무활동 현금흐름	4.1	11.1	-7.2	-1.9	-6.9
차입금의 증감	5.4	15.6	-5.3	0.1	-5.0
자본의 증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.7	-19.7	-10.6	0.3	4.3
기초현금	14.5	31.2	11.5	0.9	1.2
기말현금	31.2	11.5	0.9	1.2	5.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	78.3	67.5	60.7	67.6	76.8
현금및현금성자산	31.2	11.5	0.9	1.2	5.4
매출채권	19.1	21.9	22.7	25.2	27.1
재고자산	20.6	20.6	23.1	25.7	27.6
비유동자산	86.6	105.0	110.1	116.2	117.1
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	2.2	2.4	2.6
자산총계	164.9	172.6	170.8	183.8	193.9
유동부채	28.7	35.4	30.8	33.1	29.8
매입채무	11.2	13.2	13.7	15.2	16.4
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	27.0	27.1	27.1
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	57.8	60.1	56.9
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	78.6	89.3	102.7
비지배주주지분	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
자본총계	112.3	110.2	113.0	123.7	137.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,532	17,422	18,037	20,048	21,526
EPS(지배주주)	3,108	256	480	1,285	1,557
CFPS	4,495	1,208	1,280	2,350	2,718
EBITDAPS	4,448	939	1,280	2,350	2,718
BPS	11,424	11,213	11,495	12,582	13,941
DPS	300	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.6	0.7	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	119.5	26.3	9.8	8.1
PCR	4.2	25.3	9.9	5.4	4.6
PSR	0.8	1.8	0.7	0.6	0.6
PBR	1.6	2.7	1.1	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	43.7	9.2	12.6	23.1	26.7
EV/EBITDA	4.0	34.6	11.8	6.4	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.3	2.3	4.2	10.7	11.7
EBITDA 이익률	19.7	5.4	7.1	11.7	12.6
부채비율	46.8	56.5	51.1	48.6	41.5
금융비용부담률	0.4	0.7	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	42.0	2.4	3.8	10.2	13.6
매출채권회전율(x)	13.8	8.3	8.0	8.2	8.1
재고자산회전율(x)	10.1	8.3	8.1	8.1	8.0

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	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.25	Indepth	Buy	25,000	양승수	-5.1	4.6	
2023.06.27	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-19.3	-5.3	
2023.08.16	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-15.9	-8.8	
2023.11.07	산업분석	Buy	30,000	양승수	-10.8	7.0	
2024.04.18	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-29.0	-5.6	
2024.08.16	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-50.7	-40.3	
2024.11.18	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-	-	