

2025. 1. 23



▲ 전기전자/IT부품

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **23,000 원**

현재주가 (1.22) **14,250 원**

상승여력 **61.4%**

KOSDAQ	732.31pt
시가총액	1,401억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	67.90%
외국인비중	3.10%
52주 최고/최저가	31,150원/10,720원
평균거래대금	22.5억원

주요주주(%)
백성현 외 9 인 30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.2	-23.8	-53.0
상대주가	2.4	-15.7	-46.1

주가그래프



티엘비 356860

고밀도화의 수혜 지속

- ✓ 4Q24 영업이익은 긍정적인 환율 효과와 견조한 ASP 유지로 컨센서스 상회 전망
- ✓ 2025년 매출액 2,083억원(+16.8% YoY), 영업이익 190억원(+249.5% YoY) 전망
- ✓ 메모리모듈 기판의 고밀도화가 가져온 공법과 소재 변경의 긍정적 효과로, 동사의 ASP는 최대 실적을 기록했던 2022년보다 높은 수준이 유지 중
- ✓ 물량 회복을 통해 가동률 회복이 이뤄질 경우, 베트남 자회사라는 변수가 존재함에도 불구하고 강력한 레버리지 효과를 기대할 수 있다고 판단
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 상향 제시

4Q24 Preview: 컨센서스 상회

4Q24 연결 매출액(482억원)과 영업이익(30억원)은 각각 시장 컨센서스를 +1.9%, +24.0% 상회할 전망이다. SSD와 DDR5 등 주요 제품의 고객사 주문량은 평년 수준을 밑돌았으나, 긍정적인 환율 효과와 고부가가치 제품 중심의 견조한 ASP 유지가 이를 상쇄하고 있기 때문이다. 또한, 손익에 부정적인 영향을 미쳤던 베트남 자회사에서도 11월부터 매출이 발생하면서 적자 폭이 축소된 것으로 파악된다.

고밀도화의 수혜 지속, 견조한 ASP 유지 전망

2025년 연결 실적은 매출액 2,083억원(+16.8% YoY), 영업이익 190억원(+249.5% YoY)을 전망한다. 동사의 작년 실적을 복기해보면, 전반적인 업황 부진으로 가동률이 감소(2023년 67.5% → 3Q24 누적 60.3%) 했음에도 불구하고, ASP 상승을 통해 이를 극복하는 모습이 나타났다. 이는 DDR5의 고용량화와 eSSD 확대 등으로 인한 메모리모듈 기판의 고밀도화가 가져온 공법과 소재 변경의 긍정적 효과로, 동사의 ASP는 지속적으로 상승했기 때문이다. 현재 동사 제품의 ASP는 최대 실적을 기록했던 2022년보다 더 높은 수준을 기록하고 있다. 올해도 MR-DIMM, LPCAMM 등 차세대 제품들의 양산이 시작되며 높은 ASP가 유지될 것으로 예상된다. 즉 물량 회복을 통해 가동률 회복이 이뤄질 경우, 베트남 자회사라는 변수가 존재함에도 불구하고 강력한 레버리지 효과를 기대할 수 있다고 판단된다.

투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 상향 제시

올해 EPS 추정치 상향(1,285원 → 1,690원)과 Target Multiple 조정을 종합 반영해 적정주가는 23,000원으로 +4.5% 상향한다. 부진한 업황에도 견조한 ASP를 통해 타 기관 업체와 차별화되는 실적을 시현했다는 점에서 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	178.4	5.4	4.6	470	83.7	11,485	27.8	1.1	12.3	4.1	51.3
2025E	208.3	19.0	16.6	1,690	259.7	12,977	8.4	1.1	5.7	13.8	48.2
2026E	230.7	23.6	20.2	2,055	21.6	14,835	6.9	1.0	4.5	14.8	40.6

표1 티엘비 4Q24E Preview

(십억원)	4Q24E	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	48.2	48.1	0.3%	46.4	3.8%	47.3	1.9%
영업이익	3.0	1.1	159.4%	2.8	7.5%	2.4	24.0%
세전이익	2.9	0.6	399.0%	1.3	117.3%	1.9	54.5%
지배주주 순이익	2.5	0.5	382.4%	0.8	213.8%	1.6	59.8%
영업이익률(%)	6.2%	2.4%		6.0%		5.1%	
지배주주 순이익률(%)	5.1%	1.1%		1.7%		3.3%	

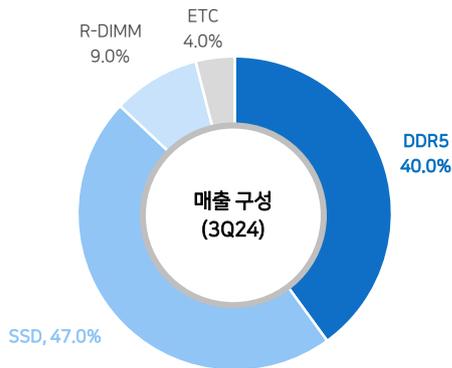
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
환율	1,328	1,370	1,374	1,394	1,425	1,410	1,380	1,350	1,306	1,366	1,175
매출액	44.2	39.5	46.4	48.2	48.9	50.1	54.9	54.4	171.3	178.4	208.3
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	3.8%	1.4%	2.3%	9.8%	-1.0%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	0.3%	10.5%	26.8%	18.3%	12.8%	-22.7%	4.1%	16.8%
SSD	20.6	16.6	21.8	21.7	22.7	22.3	24.2	23.9	77.8	80.7	93.1
R-DIMM	4.7	3.9	4.2	3.9	3.7	4.3	4.4	3.8	22.0	16.7	16.2
ETC	3.1	1.6	1.9	3.9	2.9	3.0	3.3	3.3	14.0	10.4	12.5
DDR5	15.8	17.4	18.6	18.8	19.6	20.5	23.1	23.4	57.4	70.6	86.6
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	3.0	3.5	4.0	5.9	5.6	3.0	5.4	19.0
(% QoQ)	-122.7%	-77.2%	흑전	7.5%	16.0%	17.0%	44.9%	-4.3%			
(% YoY)	-116.9%	-103.9%	흑전	159.4%	흑전	흑전	111.5%	88.4%	-92.1%	78.2%	249.5%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	6.2%	7.1%	8.1%	10.7%	10.3%	1.8%	3.0%	9.1%
세전이익	0.5	1.2	1.3	2.9	0.5	0.5	1.3	-2.3	3.3	5.9	21.0
지배주주순이익	0.2	1.1	0.8	2.5	-0.6	-0.6	0.8	0.4	2.5	4.6	16.6
지배주주순이익률(%)	0.5%	2.9%	1.7%	5.1%	-1.2%	-1.2%	1.4%	0.7%	1.5%	2.6%	8.0%

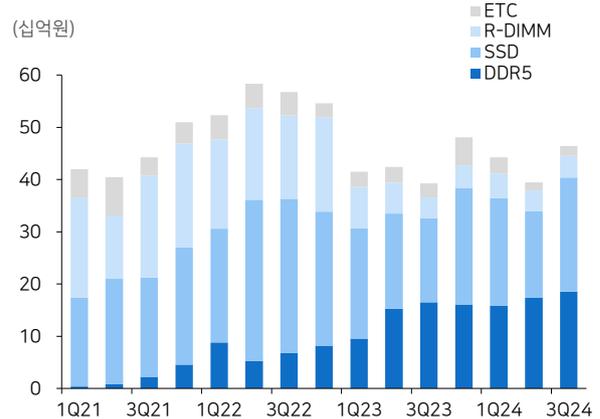
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 3Q24 기준 제품군별 매출 비중



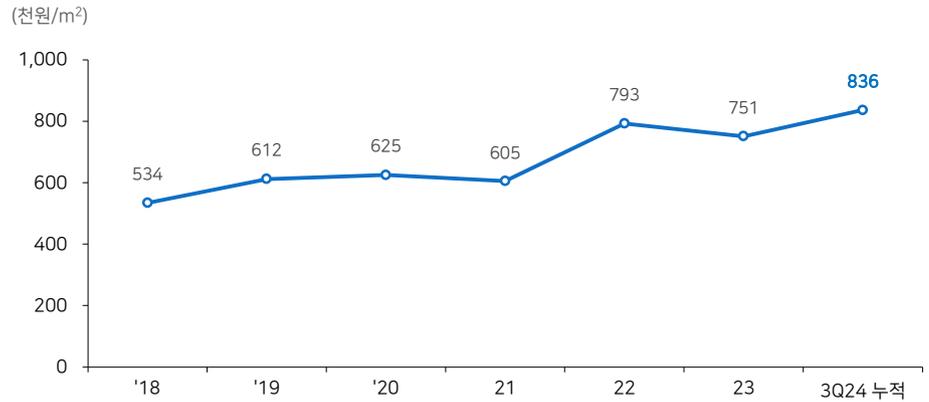
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기별 실적 추이



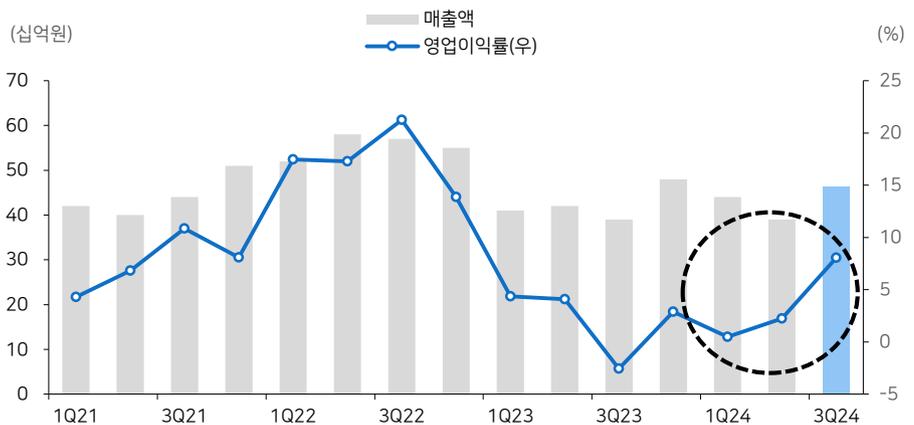
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 Blended ASP 추이



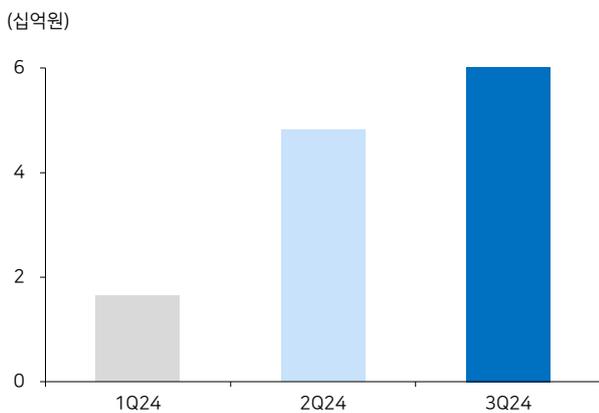
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 별도 기준 매출액, 영업이익률 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 eSSD 매출액 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 차세대 신제품

차세대 신제품

	<p>MR-DIMM</p> <p>여러 개 D램이 결합된 모듈 제품 랭크(Rank) 2개 동시 작동으로 속도 향상</p>
	<p>LPCAMM</p> <p>LPDDR 기반의 새로운 폼팩터로 고성능 저전력을 구현한 제품</p>
	<p>CXL</p> <p>Compute Express Link 초고속 연산을 지원하는 차세대 인터페이스</p>

자료: 티엘비

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,718	12MF EPS
적정배수 (배)	13.7	'20~'22년 평균 멀티플
적정가치	23,485	
적정주가	23,000	
현재주가	14,250	
상승여력 (%)	61.4%	

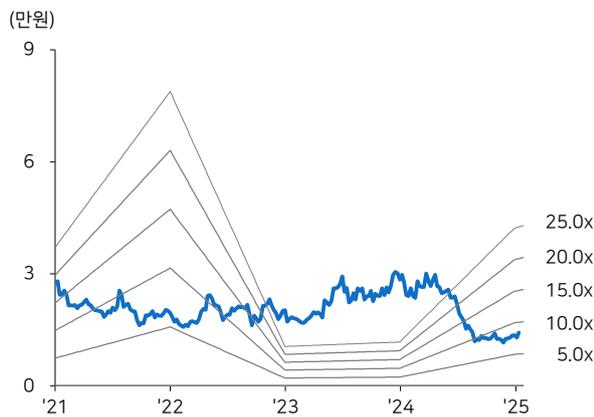
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 밸류에이션 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
주가 (원)						
High	38,050	36,000	25,000	32,250	32,100	
Low	22,800	15,300	15,000	15,710	10,720	
Average	26,198	21,143	19,445	22,473	20,714	
확정치 기준 PER (배)						
High	26.1	28.5	8.0	126.1	68.3	
Low	15.7	12.1	4.8	61.4	22.8	
Average	18.0	16.8	6.3	87.9	44.1	
EPS (원)	1,455	1,262	3,108	256	470	1,690
EPS Growth (%)	35.0	-13.3	146.2	-91.8	83.7	259.7
컨센서스 기준 PER						
High	23.6	27.4	6.9	76.4	81.9	
Low	14.1	11.6	4.2	37.2	27.3	12.6
Average	16.2	16.1	5.4	53.3	52.8	
EPS (원)	1,613	1,315	3,607	422	392	1,139
EPS growth (%)	49.6	-9.6	185.8	-86.4	53.3	142.4

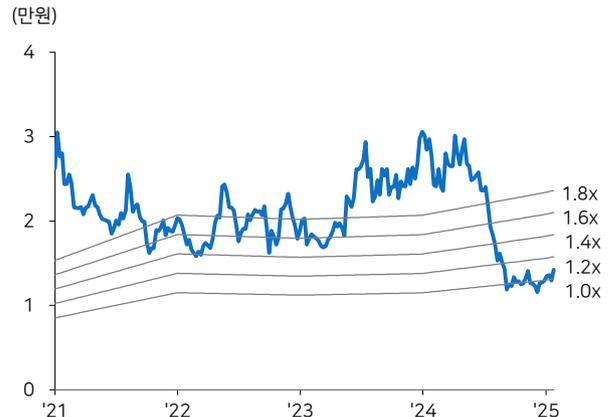
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	221.6	171.3	178.4	208.3	230.7
매출액증가율(%)	24.4	-22.7	4.1	16.8	10.7
매출원가	174.6	160.0	161.4	178.0	195.2
매출총이익	46.9	11.4	17.0	30.3	35.5
판매관리비	8.5	8.3	11.5	11.3	11.9
영업이익	38.5	3.0	5.4	19.0	23.6
영업이익률(%)	17.4	1.8	3.0	9.1	10.2
금융손익	-0.4	-0.3	-0.9	-0.8	-0.5
중속/관계기업손익	-0.0	-0.0	0.5	1.0	1.0
기타영업외손익	0.2	0.5	0.8	1.9	1.7
세전계속사업이익	38.2	3.3	5.9	21.0	25.8
법인세비용	7.7	0.8	1.3	4.4	5.7
당기순이익	30.6	2.5	4.6	16.6	20.2
지배주주지분 순이익	30.6	2.5	4.6	16.6	20.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	78.3	67.5	60.7	72.7	87.6
현금및현금성자산	31.2	11.5	0.7	2.7	10.1
매출채권	19.1	21.9	22.8	26.6	29.5
재고자산	20.6	20.6	23.1	27.0	29.9
비유동자산	86.6	105.0	110.1	116.3	117.4
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	2.5	2.8
자산총계	164.9	172.6	170.8	189.0	205.0
유동부채	28.7	35.4	30.9	34.4	32.0
매입채무	11.2	13.2	13.8	16.1	17.8
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	27.2
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	57.9	61.5	59.2
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	78.5	93.2	111.5
비지배주주지분	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
자본총계	112.3	110.2	112.9	127.5	145.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	35.4	-1.5	7.7	18.3	23.3
당기순이익(손실)	30.6	2.5	4.6	16.6	20.2
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	-4.6	-3.4
투자활동 현금흐름	-23.3	-29.8	-11.2	-14.5	-9.0
유형자산의증가(CAPEX)	-19.0	-25.0	-12.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	0.4	0.4	0.6	0.7
재무활동 현금흐름	4.1	11.1	-7.2	-1.9	-6.9
차입금의 증감	5.4	15.6	-5.3	0.1	-4.9
자본의 증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.7	-19.7	-10.8	2.0	7.4
기초현금	14.5	31.2	11.5	0.7	2.7
기말현금	31.2	11.5	0.7	2.7	10.1

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,532	17,422	18,144	21,184	23,458
EPS(지배주주)	3,108	256	470	1,690	2,055
CFPS	4,495	1,208	1,268	2,857	3,342
EBITDAPS	4,448	939	1,268	2,857	3,342
BPS	11,424	11,213	11,485	12,977	14,835
DPS	300	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.6	0.7	1.5	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	119.5	27.8	8.4	6.9
PCR	4.2	25.3	10.3	5.0	4.3
PSR	0.8	1.8	0.7	0.7	0.6
PBR	1.6	2.7	1.1	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	43.7	9.2	12.5	28.1	32.9
EV/EBITDA	4.0	34.6	12.3	5.7	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.3	2.3	4.1	13.8	14.8
EBITDA 이익률	19.7	5.4	7.0	13.5	14.2
부채비율	46.8	56.5	51.3	48.2	40.6
금융비용부담률	0.4	0.7	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	42.0	2.4	3.7	13.8	18.4
매출채권회전율(x)	13.8	8.3	8.0	8.4	8.2
재고자산회전율(x)	10.1	8.3	8.2	8.3	8.1

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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

