

티엘비 (356860)

우린 달라요 (ft. 메모리 매출 비중 95%)

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

평가 전가 성공, 성과급 제외 건조한 분기

4Q25 연결 실적은 기존 예상과 같이 매출액 727억원(+45.8% YoY), 영업이익 78억원(+758.1% YoY)으로 전망한다. 매출은 풀가동 체제가 유지되는 가운데 고부가가치 제품 출하 비중 확대에 힘입어 3분기 대비 추가 성장이 기대된다. 다만 성과급 지급 등 계절적·일회성 비용이 반영되며 영업이익은 소폭 감소할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 주력 제품의 경우 금·구리 등 주요 원재료 가격 상승분에 대한 평가 전가에 성공하면서, 4분기에도 상대적으로 건조한 수익성이 유지될 전망이다.

2026년에도 P 상승은 지속

'26년 연결 실적은 매출액 3,444억원(+33.2% YoY), 영업이익 468억원(+85.9% YOY)을 전망한다. '24년 하반기부터 시작된 가격 상승 트렌드는 '26년에도 이어질 전망이다. 1) 서버용 8,000Mbps DDR5 제품이 상반기 내 양산이 시작될 것으로 예상된다. 당사는 국내 고객사의 퍼스트 벤더로 개발에 참여한 것으로 파악된다. 통상 신제품 출시 시에는 판가가 새롭게 협상되며, 주요 원자재 가격 상승분이 반영되는 구조인 만큼 기존 제품 대비 추가적인 ASP 상승이 기대된다. 2) SOCAMM, MRDIMM, LPCAMM 등 ASP가 높은 차세대 제품군의 매출 확대도 가시화되고 있다. SOCAMM은 국내 및 북미 고객사향으로 개발에 참여 중이며, 하반기 북미 AI 고객사의 신제품 출시 일정에 맞춰 2분기부터 양산이 개시될 전망이다. MRDIMM은 고사양 서버에 탑재되는 커스터마이징 제품으로, 최근 북미 CSP 고객사가 자체 AI 서비스 흥행에 대응해 Capex를 상향 조정하고 있어 출하 물량 증가가 예상된다.

메모리 매출 비중 95%, 밸류에이션 프리미엄 요인

급등한 원자재 가격에 따른 비용 상승 우려가 주요 원인으로 작용하면서 작년 11월 이후 PCB 업체들의 주가 조정이 지속되고 있다. 다만 당사는 타 기판 업체 대비 서버용 메모리 매출 비중이 매우 높아 공급자 우위의 사업 구조를 보유하고 있으며, 2026년 스펙 업그레이드를 통한 P 상승 가시성 또한 높다는 점에서 차별화가 가능하다고 판단된다. 동사에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 85,000원을 유지한다.

Meritz Research 2026. 1. 7

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	85,000원
현재주가 (1.6)	61,100원
상승여력	39.1%

KOSDAQ	955.97pt
시가총액	6,008억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	69.69%
외국인비중	18.18%
52주 최고/최저가	72,800원/12,360원
평균거래대금	322.5억원

주요주주(%)

백성현 외 8 인	29.12
Morgan Stanley & Co.	5.36

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.0	160.6	337.7
상대주가	-11.0	111.4	228.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	171.3	3.0	2.5	256	-91.8	11,213	119.5	2.7	34.6	2.3	56.5
2024	180.0	3.4	3.6	368	43.9	11,399	35.5	1.1	15.8	3.3	68.1
2025E	258.6	25.2	18.4	1,869	408.1	13,071	32.0	4.6	17.6	15.3	53.5
2026E	344.4	46.8	36.8	3,745	100.3	16,618	16.3	3.7	10.9	25.2	46.1
2027E	391.1	60.6	47.1	4,787	27.8	21,208	12.8	2.9	8.3	25.3	36.8

표1 티엘비 4Q25 실적 Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)
매출액	72.7	49.8	45.8%	68.9	5.5%	72.6	0.1%
영업이익	7.8	0.9	758.1%	8.7	-9.9%	7.8	-0.1%
세전이익	7.8	1.9	316.6%	8.7	-9.9%	7.8	0.2%
지배주주 순이익	6.4	1.6	301.1%	6.5	-1.8%	6.5	-1.3%
영업이익률(%)	10.7%	1.8%		12.6%		10.7%	
세전이익률(%)	10.8%	3.8%		12.6%		10.7%	
순이익률(%)	8.8%	3.2%		9.5%		9.0%	

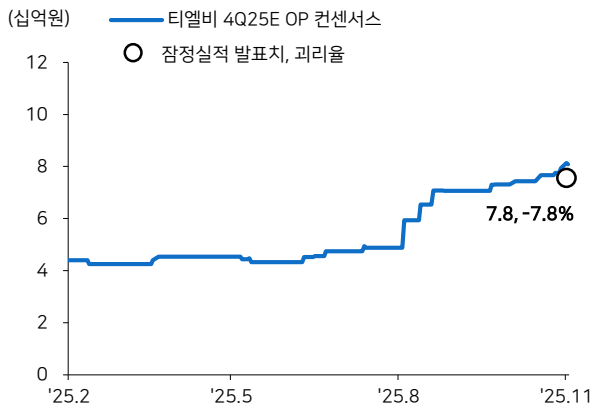
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 2025년, 2026년 실적 추정치 변경

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	258.6	258.6	0.0%	344.4	343.8	0.2%
영업이익	25.2	25.2	-0.1%	46.8	46.4	0.9%
세전이익	23.4	23.4	0.1%	46.5	46.1	0.9%
지배주주 순이익	18.4	18.4	-0.1%	36.8	36.5	0.9%
영업이익률(%)	9.7%	9.7%		13.6%	13.5%	
세전이익률(%)	9.1%	9.0%		13.5%	13.4%	
순이익률(%)	7.1%	7.1%		10.7%	10.6%	

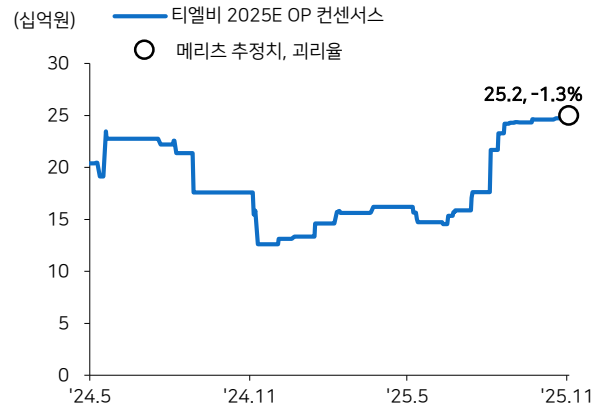
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 7.8% 하회 전망



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 1.3% 하회 전망



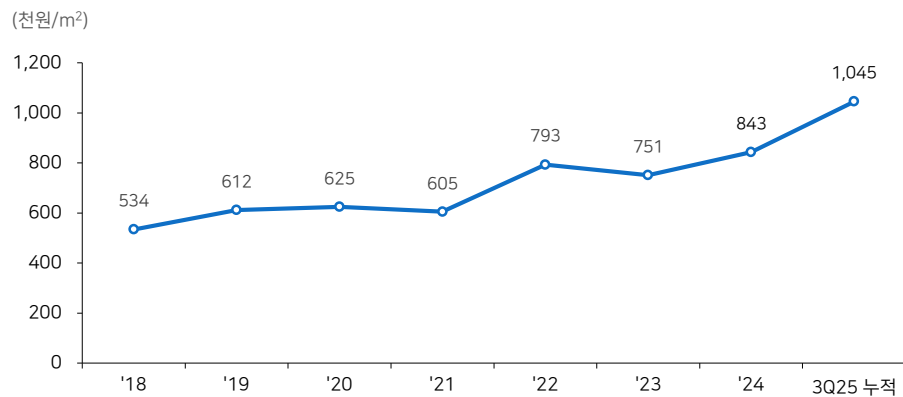
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,328	1,370	1,374	1,394	1,453	1,400	1,390	1,440	1,366	1,421	1,395
매출액	44.2	39.5	46.4	49.8	53.0	64.1	68.9	72.7	180.0	258.6	344.4
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	6.4%	20.9%	7.5%	5.5%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	19.8%	62.2%	48.3%	45.8%	5.1%	43.7%	33.2%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	20.7	23.1	21.4	22.2	87.4	87.3	114.0
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	27.6	37.8	44.1	47.9	67.7	157.4	219.4
ETC	7.8	5.5	6.0	5.5	4.8	3.2	3.4	2.5	24.8	13.9	11.0
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	1.9	6.9	8.7	7.8	3.4	25.2	46.8
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	106.2%	266.0%	26.2%	-9.9%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	212.4%	758.1%	10.3%	649.8%	85.9%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	10.7%	12.6%	10.7%	1.9%	9.7%	13.6%
세전이익	0.5	1.2	1.3	1.9	1.4	5.6	8.7	7.8	4.9	23.4	46.5
지배주주순이익	0.2	1.1	0.8	1.6	0.9	4.5	6.5	6.4	3.7	18.4	36.8

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 ASP 추이



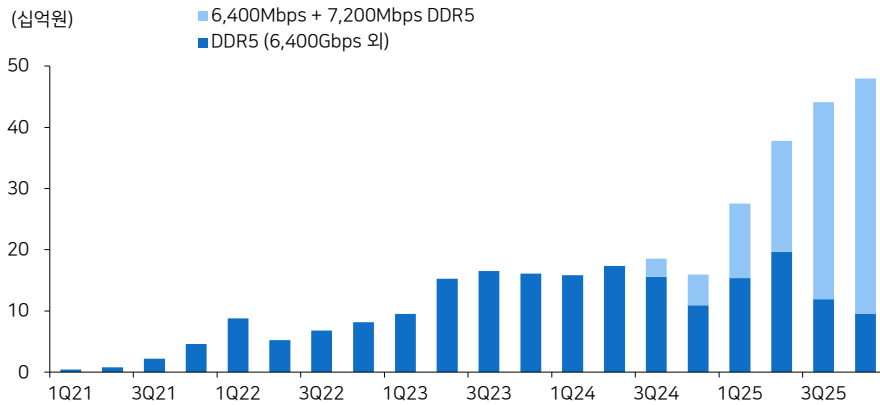
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 고부가제품 구조



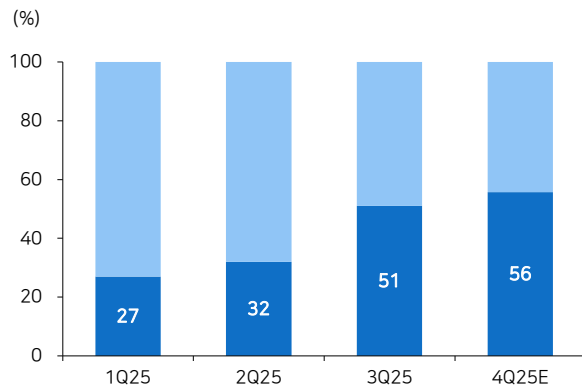
자료: 티엘비

그림5 티엘비 DDR5 매출액 추이



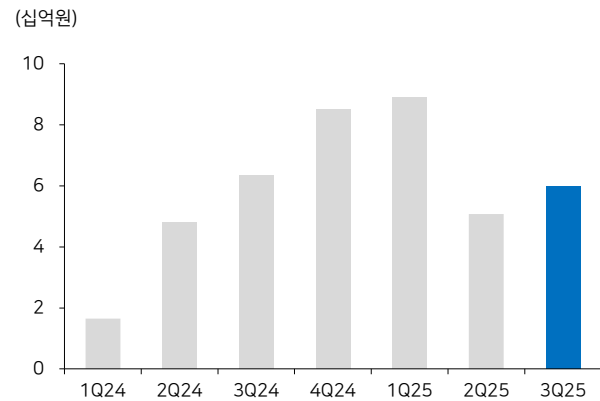
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 고부가제품 매출 비중 추이



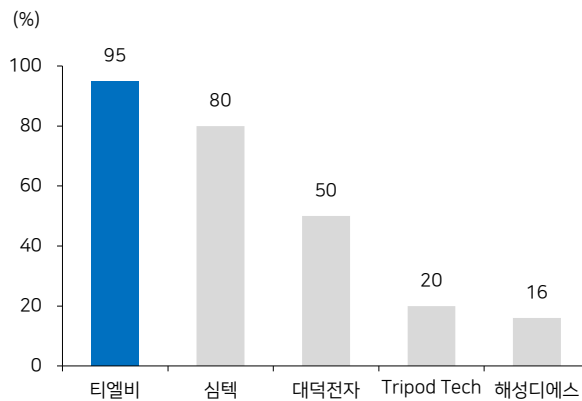
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 eSSD 매출액 추이



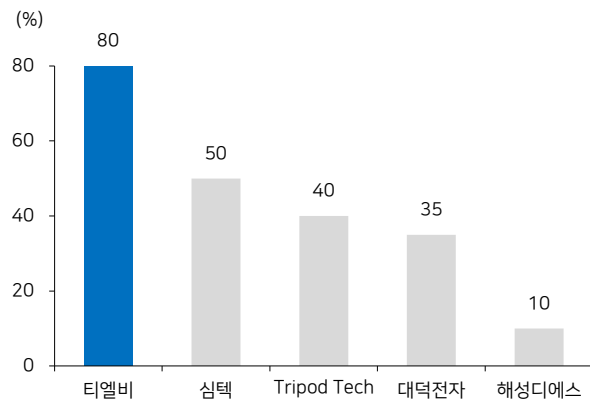
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림8 메모리 매출 비중 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 서버하 매출 비중 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
2026년 EPS(원)	3,745	
적정배수 (배)	22.8	과거 3년 컨센서스 기준 저점 평균
적정가치	85,195	
적정주가	85,000	
현재주가	61,100	
상승여력 (%)	39.1%	

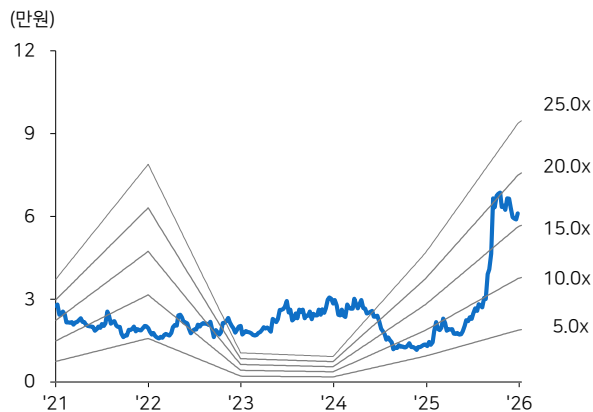
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 티엘비 밸류에이션 테이블

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)						
High	36,000	25,000	32,250	33,000	72,800	
Low	15,300	15,000	15,710	10,650	12,360	
Average	21,143	19,445	22,473	20,714	33,000	
확정치 기준 PER (배)						
High	28.5	8.0	126.1	89.7	38.9	
Low	12.1	4.8	61.4	28.9	6.6	
Average	16.8	6.3	87.9	56.3	17.7	
EPS (원)	1,262	3,108	256	368	1,869	3,745
EPS Growth (%)	-13.3	146.2	-91.8	43.9	408.1	100.3
컨센서스 기준 PER						
High	27.4	6.9	76.4	77.3	36.8	
Low	11.6	4.2	37.2	24.9	6.3	
Average	16.1	5.4	53.3	48.5	14.4	
EPS (원)	1,315	3,607	422	427	1,949	3,735
EPS growth (%)	-9.6	185.8	-86.4	67.0	429.7	99.8

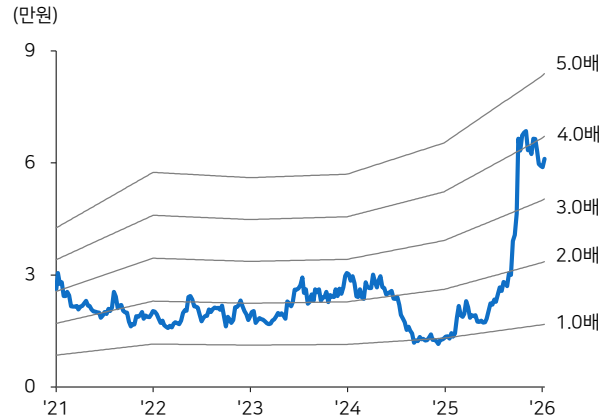
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 티엘비 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

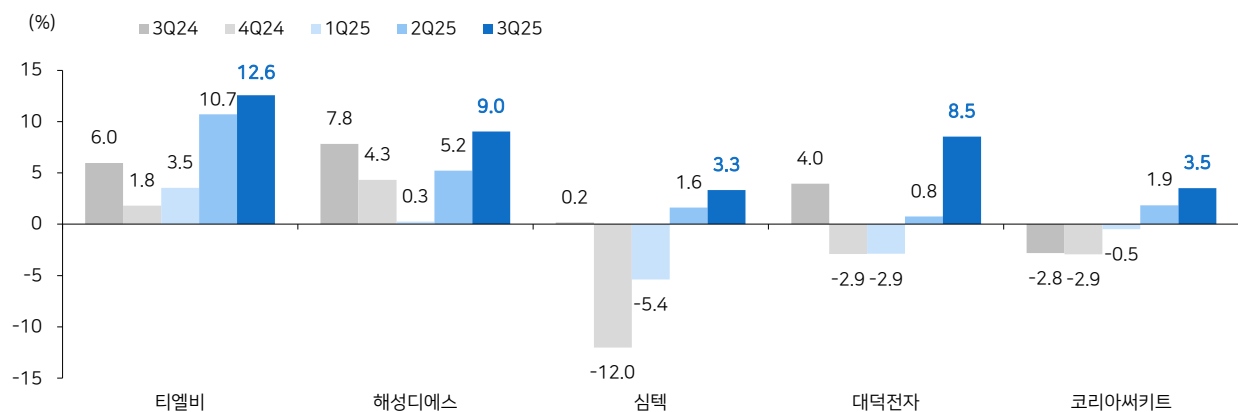
표6 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
ABF Substrate	Ibiden	25,221	46.7	32.4	3.7	3.4	21.2	43.8	8.2	10.8	2,696	3,163	410	564	29.5	22.9
	Kinsus	2,459	47.7	23.9	2.3	2.2	3,199.7	100.0	4.3	8.4	1,243	1,467	87	162	10.1	8.1
	Nanya PCB	5,018	99.5	27.4	3.5	3.2	683.0	262.8	3.5	12.3	1,276	1,645	60	205	19.0	11.7
	Toppan	8,791	20.3	16.9	1.0	1.0	-24.4	20.2	5.0	5.6	11,376	11,750	443	570	9.9	8.7
PCB	티엘비	409	30.6	16.6	4.6	3.7	391.0	84.3	16.0	24.3	256	338	25	45	18.6	11.7
	이수페타시스	5,764	49.0	33.9	12.4	9.3	88.6	44.3	33.5	31.8	1,098	1,452	208	310	35.3	24.3
	대덕전자	1,530	46.0	17.8	2.5	2.3	96.1	158.1	5.4	13.2	1,049	1,317	49	145	13.6	8.4
	심텍	1,244	na	15.3	3.7	3.0	-11.0	-451.0	-6.5	22.0	1,400	1,651	19	157	22.2	9.3
	해성디에스	596	26.9	11.5	1.5	1.4	-49.5	133.4	6.0	11.8	647	753	43	88	9.6	6.5
	Unimicron	11,323	68.3	25.5	3.7	3.3	3.7	169.2	5.3	13.5	4,188	5,030	215	537	14.7	10.1
	Victory Giant	39,213	54.5	30.2	18.2	11.9	343.8	80.6	36.0	41.0	2,849	4,571	804	1,466	41.4	23.0
	WUS(Kunshan)	20,307	37.8	27.1	9.8	7.7	48.6	39.1	26.7	29.8	2,598	3,504	618	889	29.7	20.8
	Shennan Circuits	22,371	47.1	34.8	8.3	6.9	81.8	35.4	19.8	23.1	3,275	4,135	488	707	33.5	26.1
	Gold Circuit	10,341	34.4	21.2	11.4	8.8	70.1	62.0	39.2	49.3	1,928	2,656	454	722	21.0	13.7
	Tripod Tech	5,308	15.9	13.5	3.0	2.8	27.9	17.8	20.2	22.4	2,322	2,563	416	488	8.4	7.5
	TTM Tech	7,280	28.9	24.6	4.4	4.2	343.3	17.3	na	na	2,886	3,153	334	392	17.2	15.8
	First-Hi Tech	948	21.1	10.9	7.3	8.4	343.8	92.4	na	na	325	495	58	108	na	na
AI CCL	EMC	19,247	40.2	26.9	13.3	10.7	54.5	49.3	36.1	40.1	2,998	3,920	612	895	28.9	20.2
	TUC	4,274	38.8	22.8	8.4	7.3	31.0	70.0	22.6	31.8	945	1,250	143	239	26.4	16.3
	ITEQ	1,361	29.0	18.6	2.1	2.0	84.8	55.4	6.9	10.7	1,026	1,172	74	114	11.4	8.6
	Shengyi Tech	25,060	51.1	34.3	10.2	8.6	94.6	49.0	20.7	26.2	3,978	5,224	614	913	34.0	24.6
핵심 소재	Ajinomoto	21,576	27.3	24.0	4.6	4.5	72.0	13.8	15.5	17.7	10,053	10,632	1,165	1,305	14.1	12.8
	Nitto Boseki	2,541	12.8	21.6	2.5	2.2	127.4	-40.9	18.0	11.5	768	847	124	157	14.8	11.5
	Union Tool	1,078	24.0	18.4	1.9	1.8	13.0	16.2	8.3	na	248	274	52	60	13.3	11.2
	Topoint	829	70.6	32.9	5.0	5.1	83.9	90.4	6.4	13.2	135	183	18	34	25.3	18.0
	Mitsui mining	7,028	25.5	20.9	3.0	2.7	-34.5	22.1	12.8	14.5	4,592	4,515	489	500	11.3	10.6
	Co-tech	2,186	64.1	12.9	9.3	7.0	18.8	182.2	15.1	33.0	251	339	45	119	41.5	14.0

주: 티엘비는 당사 추정치 기준. 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국내 메모리 기판 업체들 작년 하반기 이후 OPM 비교



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	258.6	344.4	391.1
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	43.7	33.2	13.5
매출원가	160.0	165.9	219.7	280.3	310.8
매출총이익	11.4	14.1	38.8	64.1	80.2
판매관리비	8.3	10.8	13.7	17.3	19.7
영업이익	3.0	3.4	25.2	46.8	60.6
영업이익률(%)	1.8	1.9	9.7	13.6	15.5
금융손익	-0.3	-1.1	-1.2	-0.7	0.4
종속/관계기업손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	-0.6	0.4	0.0
세전계속사업이익	3.3	4.9	23.4	46.5	61.0
법인세비용	0.8	1.3	5.2	9.9	14.2
당기순이익	2.5	3.6	18.3	36.6	46.8
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	18.4	36.8	47.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1.5	4.7	16.4	32.9	48.3
당기순이익(손실)	2.5	3.6	18.3	36.6	46.8
유형자산상각비	6.0	6.7	9.8	9.1	8.5
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.9	-6.6	-11.9	-13.0	-7.1
투자활동 현금흐름	-29.8	-4.1	-10.9	-11.0	-10.4
유형자산의증가(CAPEX)	-25.0	-17.8	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	0.4	2.5	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	11.1	5.9	-20.0	-6.8	-6.9
차입금의 증감	15.6	10.4	-18.1	-4.8	-4.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	6.8	-14.5	15.2	31.0
기초현금	31.2	11.5	18.3	3.8	19.0
기말현금	11.5	18.3	3.8	19.0	50.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	79.6	120.0	164.7
현금및현금성자산	11.5	18.3	3.8	19.0	50.0
매출채권	21.9	23.7	34.0	45.3	51.4
재고자산	20.6	24.7	35.4	47.2	53.6
비유동자산	105.0	117.3	117.5	118.4	119.8
유형자산	91.1	104.9	105.2	106.1	107.6
무형자산	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
투자자산	2.1	0.1	0.1	0.2	0.2
자산총계	172.6	188.4	197.1	238.3	284.5
유동부채	35.4	52.7	44.9	51.2	52.4
매입채무	13.2	12.6	18.1	24.2	27.4
단기차입금	5.0	10.7	10.7	5.7	0.7
유동성장기부채	10.3	18.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	27.0	23.6	23.8	24.0	24.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.0	22.8	22.8	22.8	22.8
부채총계	62.3	76.3	68.7	75.2	76.5
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	75.9	77.4	93.8	128.7	173.8
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.6
자본총계	110.2	112.1	128.4	163.1	208.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	26,298	35,030	39,773
EPS(지배주주)	256	368	1,869	3,745	4,787
CFPS	1,208	1,230	3,524	5,753	7,032
EBITDAPS	939	1,036	3,565	5,693	7,032
BPS	11,213	11,399	13,071	16,618	21,208
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	32.0	16.3	12.8
PCR	25.3	10.6	17.0	10.6	8.7
PSR	1.8	0.7	2.3	1.7	1.5
PBR	2.7	1.1	4.6	3.7	2.9
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	35.1	56.0	69.1
EV/EBITDA	34.6	15.8	17.6	10.9	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	15.3	25.2	25.3
EBITDA 이익률	5.4	5.7	13.6	16.3	17.7
부채비율	56.5	68.1	53.5	46.1	36.8
금융비용부담률	0.7	1.0	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	1.9	15.2	38.4	58.6
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	9.0	8.7	8.1
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.6	8.3	7.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 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(%) 평균 최고(최저)	주가 및 적정주가 변동추이
2023.11.14	기업브리프	Buy	30,000	양승수	-10.3 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	-41.6 -35.2	
2025.01.23	기업브리프	Buy	23,000	양승수	-33.9 -4.6	
2025.02.19	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-17.8 -0.4	
2025.03.28	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-31.3 -20.9	
2025.05.21	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-21.1 -9.6	
2025.07.01	기업브리프	Buy	28,000	양승수	-15.0 -8.6	
2025.07.23	기업브리프	Buy	31,000	양승수	-13.8 -9.0	
2025.08.13	기업브리프	Buy	35,000	양승수	-17.9 -5.1	
2025.09.10	기업브리프	Buy	41,000	양승수	-2.9 0.5	
2025.09.22	기업브리프	Buy	49,000	양승수	9.1 35.7	
2025.10.13	기업브리프	Buy	70,000	양승수	-4.5 2.3	
2025.11.07	주식전략	Buy	80,000	양승수	-15.9 -10.3	
2025.11.13	기업브리프	Buy	85,000	양승수	- -	