

티엘비 (356860)

SoCAMP 양산 시작

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

4Q25 Preview: 컨센서스 부합 전망

4Q25 연결 매출액과 영업이익은 기존 추정치 대비 각각 1.4%, 6.7% 상향한 737억원(+47.9% YoY), 83억원(+816.0% YoY)으로 전망한다. 매출과 영업이익 모두 시장 컨센서스에 부합하는 수준이다. 기존 대비 추정치를 상향하는 이유는 1) 6,400Mbps 이상 서버용 DDR5와 eSSD 출하 확대에 따라 고부가 공법인 BVH 기판의 매출 비중이 분기 기준 처음으로 60%를 상회할 것으로 예상된다. 2) 3분기에 일회성 비용이 일부 선반영되면서 4분기 관련 비용 부담이 당초 예상 대비 축소된 것으로 추정된다.

SoCAMP 양산 시작

올해 Vera Rubin 플랫폼 출시를 기점으로 차세대 메모리 규격인 SoCAMP 시장이 본격적으로 개화될 전망이다. 동사 역시 SoCAMP용 메모리모듈 기판에서 국내 및 북미 고객사 쿼 테스트를 통과해 양산을 개시한 것으로 파악된다. Vera Rubin 서버 랙 출하 확대와 맞물려 동사의 SoCAMP 관련 매출은 '26년 215억원에서 '27년 880억원으로 가파른 성장이 예상된다. SoCAMP는 최대 5단 HDI 기술이 적용되며 공정 난이도가 크게 상승하는 제품으로, ASP 또한 기존 서버용 메모리모듈 대비 높은 수준에서 형성된다. 동시에 ENIG(무전해니켈-금) 표면처리 방식을 적용해, 기존 메모리모듈의 하드골드 금도금 방식 대비 금 도포 두께가 얇아 원재료 부담이 낮다는 점도 강점이다. 이에 따라 양산 물량 확대와 함께 매출 성장분 아니라 제품 믹스 개선에 따른 유의미한 수익성 개선이 기대된다.

2026년 계단식 성장 유효, 적정주가 85,000원 유지

급등한 원자재 가격에 대한 우려로 동사 주가는 지난해 11월 이후 상대적으로 부진한 흐름이 지속되고 있다. 다만 올해를 바라보는 관점에서 기존 성장 스토리의 유효성이 여전히 견고하다는 판단이다. BVH·SoCAMP·LPCAMP·CXL 등 하이엔드 제품 비중 확대에 따른 믹스 개선과 2분기 안산 2공장 가동, 하반기 베트남 공장 신규 라인 본격 가동 효과로 분기별 계단식 실적 개선이 예상된다. 또한 SoCAMP 양산을 통해 AI 데이터센터 시장에 대한 노출도가 확대된다는 점 역시 중장기적으로 의미 있는 밸류에이션 재평가 요인이다. 투자의견 Buy와 적정주가 85,000원을 유지한다.

Meritz Research 2026. 2. 13

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	85,000원
현재주가 (2.12)	58,100원
상승여력	46.3%

KOSDAQ	1,125.99pt
시가총액	5,713억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	69.69%
외국인비중	14.45%
52주 최고/최저가	72,800원/14,200원
평균거래대금	192.2억원

주요주주(%)

백성현 외 8 인	29.12
-----------	-------

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	118.4	309.2
상대주가	-14.9	56.6	170.8

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	259.6	25.7	18.8	1,912	419.6	13,113	31.3	4.6	17.3	15.6	53.4
2026E	345.1	47.7	36.7	3,737	95.5	16,652	15.5	3.5	10.2	25.1	46.1
2027E	403.0	63.5	48.6	4,940	32.2	21,395	11.8	2.7	7.5	26.0	37.2

표1 티엘비 4Q25 Preview 테이블

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	73.7	49.8	47.9%	68.9	6.9%	72.7	1.4%	72.1	2.2%
영업이익	8.3	0.9	816.0%	8.7	-3.8%	7.8	6.7%	8.5	-1.6%
세전이익	8.3	1.9	344.6%	8.7	-3.9%	7.8	6.7%	7.5	12.0%
순이익	6.8	1.6	326.9%	6.5	4.5%	6.4	6.4%	7.4	-7.6%
영업이익률(%)	11.3%	1.8%		12.6%		10.7%		11.7%	
세전이익률(%)	11.3%	3.8%		12.6%		10.8%		10.3%	
순이익률(%)	9.3%	3.2%		9.5%		8.8%		10.2%	

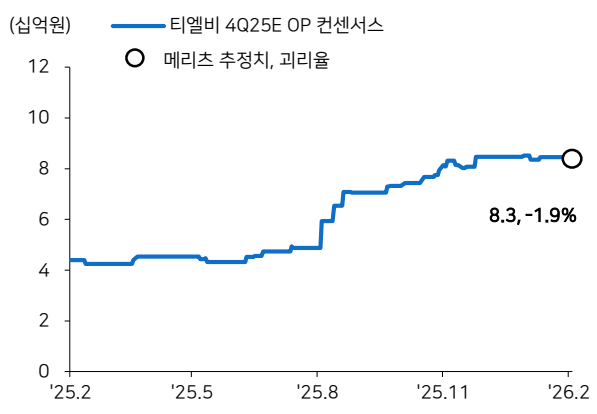
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	345.1	344.4	0.2%	403.0	391.1	3.0%
영업이익	47.7	46.8	1.9%	62.9	60.6	3.7%
세전이익	46.4	46.5	-0.1%	63.0	61.0	3.3%
지배주주 순이익	36.7	36.8	-0.2%	48.6	47.1	3.1%
영업이익률(%)	13.8%	13.6%		15.6%	15.5%	
세전이익률(%)	13.5%	13.5%		15.6%	15.6%	
순이익률(%)	10.6%	10.7%		12.1%	12.0%	

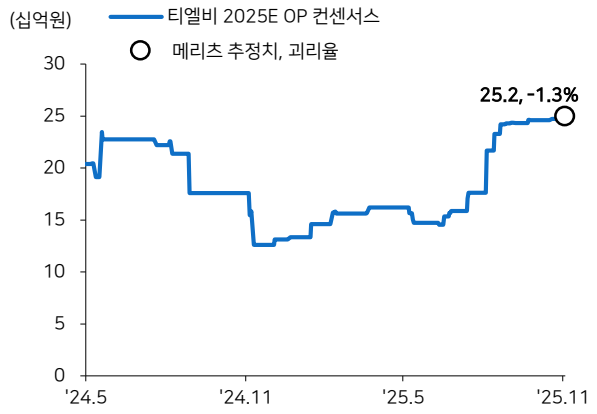
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 1.9% 하회 전망



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 1.3% 하회 전망

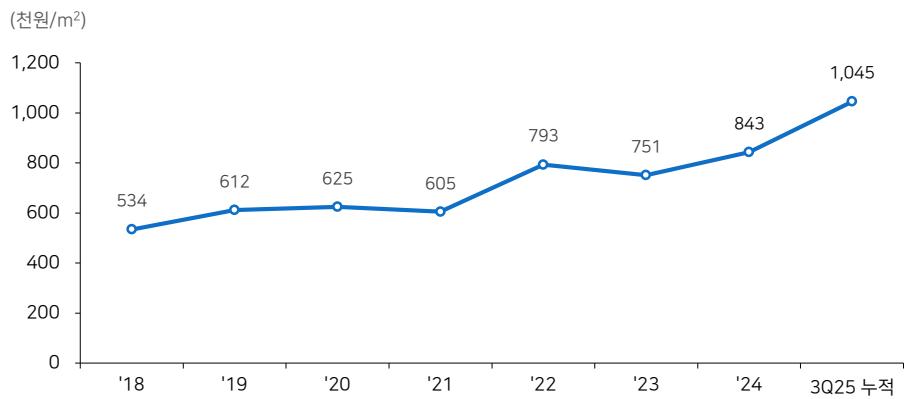


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
환율	1,453	1,400	1,390	1,440	1,455	1,410	1,420	1,425	1,421	1,428	1,415
매출액	53.0	64.1	68.9	73.7	77.7	84.5	90.7	92.1	259.6	345.1	403.0
(% QoQ)	6.4%	20.9%	7.5%	6.9%	5.5%	8.8%	7.3%	1.6%			
(% YoY)	19.8%	62.2%	48.3%	47.9%	46.7%	32.0%	31.7%	25.1%	44.2%	32.9%	16.8%
SSD	20.7	23.1	21.4	22.5	24.9	27.1	29.9	32.8	87.6	114.7	134.3
DDR5	27.6	37.8	44.1	49.0	50.5	54.1	57.1	58.1	158.4	219.8	258.8
ETC	4.8	3.2	3.4	2.1	2.3	3.3	3.6	1.3	13.6	10.5	9.8
영업이익	1.9	6.9	8.7	8.3	10.1	11.7	13.5	12.5	25.7	47.7	62.9
(% QoQ)	106.2%	266.0%	26.2%	-3.8%	21.4%	15.4%	15.5%	-7.5%			
(% YoY)	흑전	흑전	212.4%	816.0%	흑전	흑전	55.7%	49.7%	665.5%	85.6%	31.8%
영업이익률 (%)	3.5%	10.7%	12.6%	11.3%	13.0%	13.8%	14.9%	13.5%	9.9%	13.8%	15.6%
세전이익	1.4	5.6	8.7	8.3	9.8	11.3	13.2	12.1	24.0	46.4	63.0
지배주주순이익	0.9	4.5	6.5	6.8	7.4	8.9	10.7	9.7	18.8	36.7	48.6

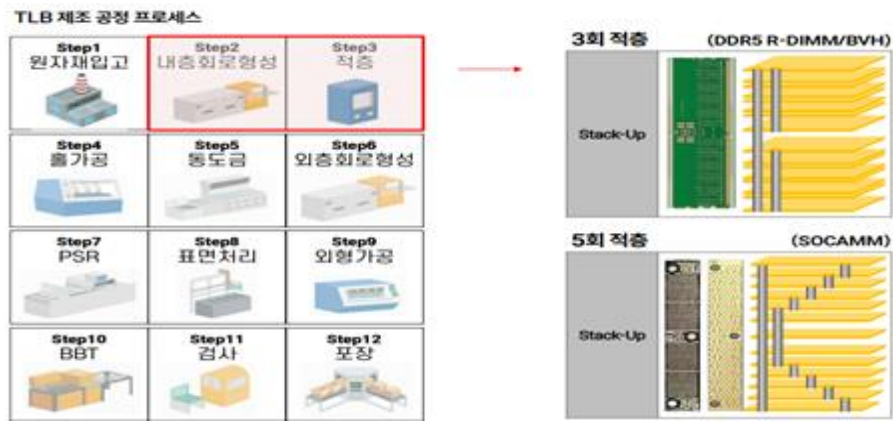
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 ASP 추이



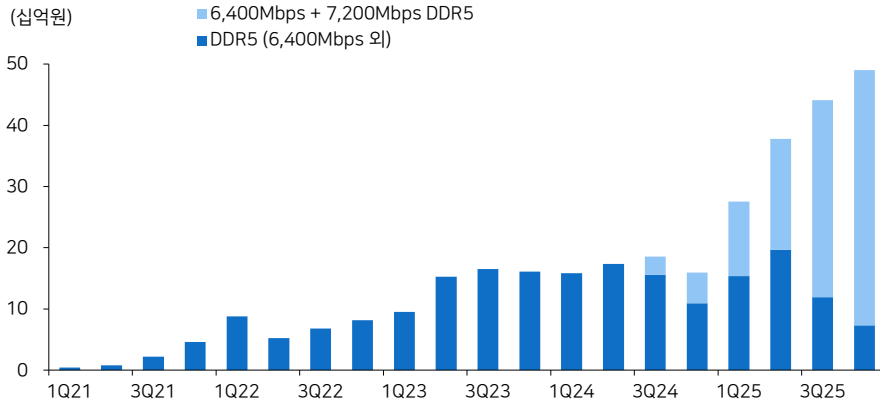
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 고부가제품 구조



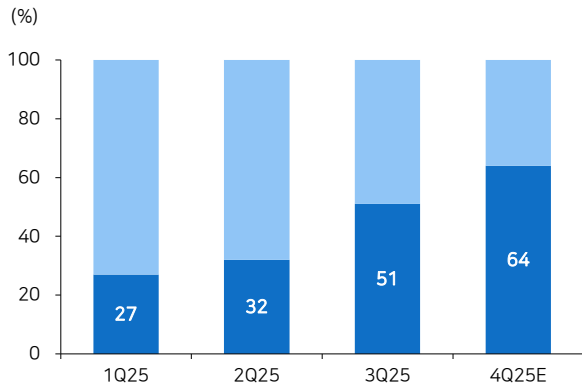
자료: 티엘비

그림5 티엘비 DDR5 매출액 추이



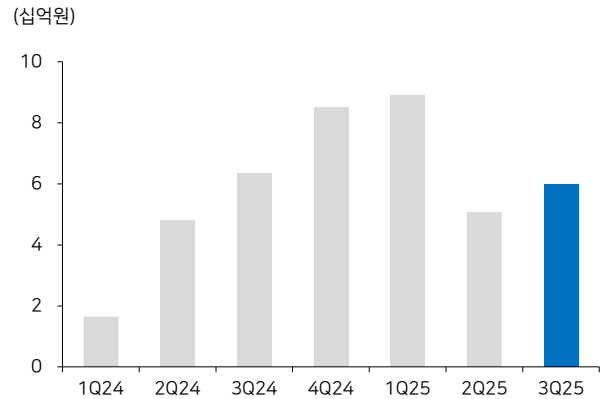
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 고부가제품 매출 비중 추이



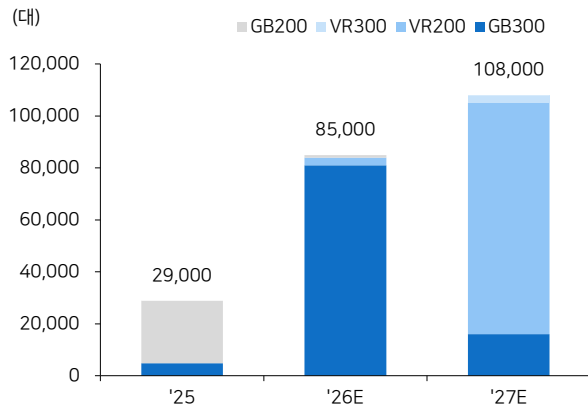
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 eSSD 매출액 추이



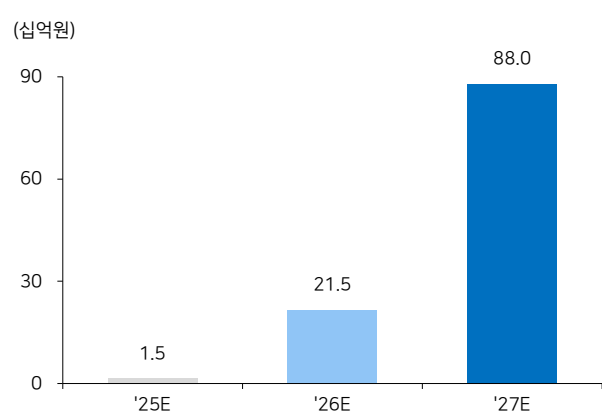
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림8 NVL 서버랙 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 SoC/AMM 매출액 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
2026년 EPS(원)	3,737	
적정배수 (배)	22.8	과거 3년 컨센서스 기준 저점 평균
적정가치	85,012	
적정주가	85,000	
현재주가	58,100	
상승여력 (%)	46.3%	

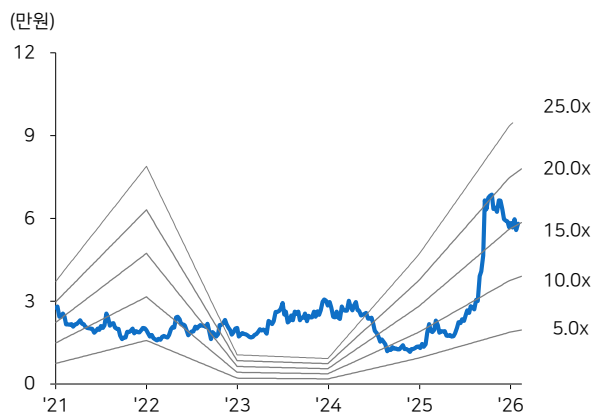
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 티엘비 밸류에이션 테이블

	2021	2022	2023	2024	2025	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	3,737
EPS Growth (%)	-13.3	146.2	-91.8	43.9	408.1	95.5
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	3,746
EPS growth (%)	-9.6	185.8	-86.4	67.0	429.7	95.9

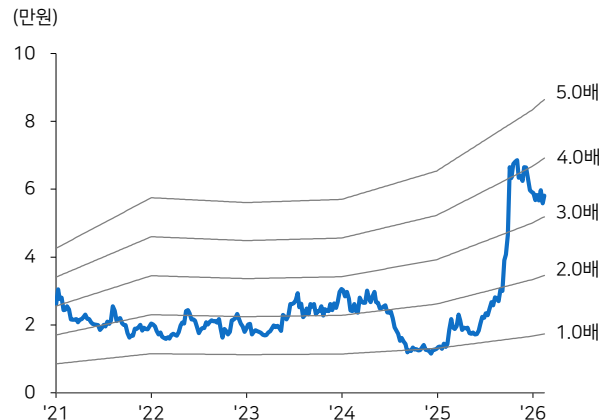
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 티엘비 PBR 밴드



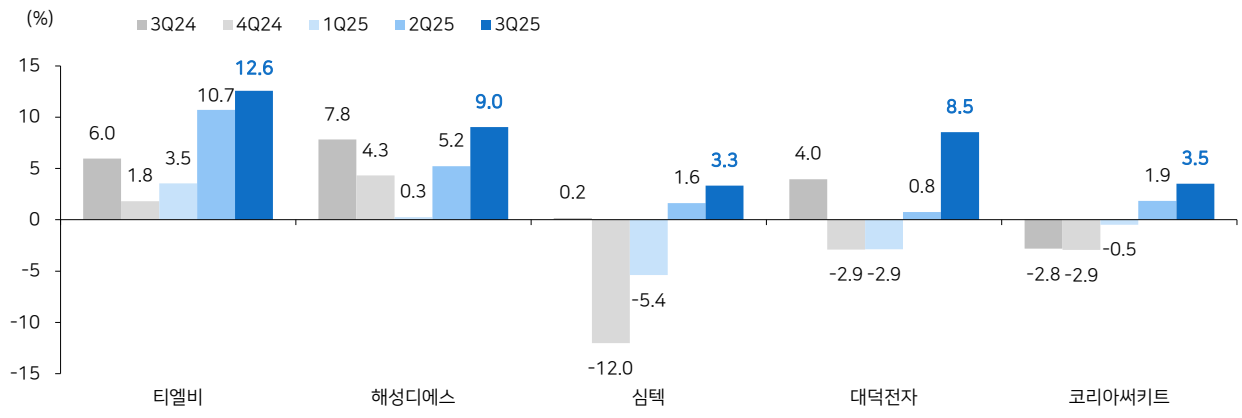
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	
ABF Substrate	Ibiden	15,664	39.2	29.8	4.1	3.7	20.8	44.5	11.0	12.8	3,156	3,639	566	731	13.7	11.0
	Kinsus	4,063	34.9	22.1	3.2	2.8	3,131.9	125.2	9.6	12.0	1,498	1,829	176	230	11.2	9.3
	Nanya PCB	8,558	40.4	25.0	5.4	4.9	743.2	288.1	13.2	16.5	1,700	2,041	239	412	18.7	14.9
	Unimicron	18,511	36.8	22.6	5.2	4.4	6.6	189.1	14.7	19.8	5,077	6,066	601	1,007	15.5	11.5
	삼성전기	16,619	23.1	18.4	2.4	2.2	-8.1	56.0	10.7	12.2	12,834	14,424	1,317	1,661	9.9	8.5
	Toppan	9,732	21.9	18.2	1.1	1.0	-23.3	20.3	5.6	6.3	11,927	12,199	579	658	9.3	8.6
	대덕전자	2,044	20.9	17.0	2.9	2.6	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	10.4	9.0
코리아써킷	959	14.8	10.3	3.1	2.4	-136.6	120.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.1	6.4	
MLB	이수페타시스	5,572	31.5	23.6	9.0	6.5	92.3	48.1	33.5	32.6	1,510	1,878	324	422	22.2	16.6
	대덕전자	2,044	20.9	17.0	2.9	2.6	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	10.4	9.0
	Unimicron	18,511	36.8	22.6	5.2	4.4	6.6	189.1	14.7	19.8	5,077	6,066	601	1,007	15.5	11.5
	Victory Giant	32,922	25.2	15.3	9.7	6.4	323.9	89.2	40.0	42.1	4,763	7,618	1,478	2,458	19.1	11.1
	WUS(Kunshan)	19,226	24.8	18.4	7.1	5.5	49.7	42.7	29.9	30.8	3,649	4,792	925	1,262	18.4	13.7
	Shennan Circuits	23,413	32.8	24.4	6.7	5.5	91.3	39.8	24.8	27.0	4,332	5,373	766	1,026	24.7	20.3
	Gold Circuit	13,333	25.9	18.4	10.9	7.5	66.2	69.5	49.2	47.8	2,705	3,566	744	1,046	16.8	12.0
	TTM Tech	9,496	29.0	20.7	5.3	4.7	343.3	29.9	16.3	18.8	3,375	3,951	430	581	18.6	14.5
PCB	티엘비	396	15.5	11.8	3.5	2.7	95.5	32.2	25.1	26.0	345.1	403.0	47.7	63.5	10.2	7.5
	심텍	1,360	16.6	10.8	3.3	2.5	-10.9	-450.7	22.0	26.3	1,651	1,870	157	245	9.9	7.3
	코리아써킷	959	14.8	10.3	3.1	2.4	-136.6	120.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.1	6.4
	대덕전자	2,044	20.9	17.0	2.9	2.6	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	10.4	9.0
	해성디에스	722	12.6	10.5	1.6	1.4	-47.3	148.3	13.5	14.4	791	867	101	122	7.2	6.3
	Tripod Tech	6,493	16.1	13.3	3.4	2.9	27.5	20.9	22.6	24.0	2,598	2,917	503	602	9.0	7.9

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: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	259.6	345.1	403.0
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	44.2	32.9	16.8
매출원가	160.0	165.9	220.2	280.1	319.2
매출총이익	11.4	14.1	39.4	65.1	83.8
판매관리비	8.3	10.8	13.7	17.4	20.3
영업이익	3.0	3.4	25.7	47.7	63.5
영업이익률(%)	1.8	1.9	9.9	13.8	15.8
금융손익	-0.3	-1.1	-1.2	-0.7	0.4
중속/관계기업손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	-0.6	-0.6	-1.0
세전계속사업이익	3.3	4.9	24.0	46.4	63.0
법인세비용	0.8	1.3	5.3	9.9	14.7
당기순이익	2.5	3.6	18.7	36.5	48.3
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	18.8	36.7	48.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1.5	4.7	16.7	32.9	48.1
당기순이익(손실)	2.5	3.6	18.7	36.5	48.3
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	-12.1	-13.0	-8.8
투자활동 현금흐름	-29.8	-4.1	-10.9	-11.0	-10.5
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	-6.8
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	-14.3	15.2	30.7
기초현금	31.2	11.5	18.3	4.0	19.2
기말현금	11.5	18.3	4.0	19.2	49.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	80.2	120.4	168.1
현금및현금성자산	11.5	18.3	4.0	19.2	49.9
매출채권	21.9	23.7	34.1	45.4	53.0
재고자산	20.6	24.7	35.6	47.3	55.2
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	197.7	238.8	287.9
유동부채	35.4	52.7	45.0	51.3	54.0
매입채무	13.2	12.6	18.2	24.2	28.3
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	24.2
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	68.8	75.3	78.1
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	94.2	129.0	175.7
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.6
자본총계	110.2	112.1	128.9	163.4	209.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	26,402	35,099	40,985
EPS(지배주주)	256	368	1,912	3,737	4,940
CFPS	1,208	1,230	3,577	5,742	7,231
EBITDAPS	939	1,036	3,618	5,783	7,333
BPS	11,213	11,399	13,113	16,652	21,395
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	31.3	15.5	11.8
PCR	25.3	10.6	16.7	10.1	8.0
PSR	1.8	0.7	2.3	1.7	1.4
PBR	2.7	1.1	4.6	3.5	2.7
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	35.6	56.9	72.1
EV/EBITDA	34.6	15.8	17.3	10.2	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	15.6	25.1	26.0
EBITDA 이익률	5.4	5.7	13.7	16.5	17.9
부채비율	56.5	68.1	53.4	46.1	37.2
금융비용부담률	0.7	1.0	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	1.9	15.5	39.1	61.5
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	9.0	8.7	8.2
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.6	8.3	7.9

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

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(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-	-	