

티엘비 (356860)

구조적 고마진, 다시 증명

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

4Q25 Review: 다시 한번 컨센서스 상회

4Q25 연결 매출액(726억원)은 시장 컨센서스에 부합했고 영업이익(86억원)은 7.6% 상회했다. 가동률 상승에 따른 외형 성장세가 확인된 가운데, 원자재 가격 상승과 계절적 일회성 비용 반영에도 불구하고 환율 효과와 고부가가치 기판 비중 확대에 따른 믹스 개선이 이를 충분히 상쇄했다. 4분기 기준 풀가동 수준에 도달한 것으로 파악되며, 전체 매출 내 BVH 공법 적용 고부가 제품 비중은 62%까지 상승, DDR5 내 비중은 81%, SSD 내 비중도 26%까지 확대되었다.

1Q는 이익 정상화, 2Q부터 SoCAMP 양산과 증설 효과 반영

1Q26 매출액과 영업이익은 각각 739억원(+39.5% YoY), 95억원(+407.2% YoY)을 전망한다. 메모리 업황 호조에 힘입어 1분기까지 풀가동 체제가 유지될 것으로 기대되나, 2월 연휴에 따른 근무일수 감소로 탑라인 성장은 제한적일 것으로 예상된다. 다만 고부가가치 제품 비중 확대와 일회성 비용 소멸 효과를 감안하면 영업이익은 전분기 대비 개선이 가능할 것으로 판단된다. 2분기부터는 국내 안산 2공장 증설 효과가 반영되고, 하반기에는 베트남 공장 신규 라인 가동 효과가 더해질 전망이다. 또한 이전 리포트에서 언급했던 대량 수주를 확보한 SoCAMP의 양산이 2분기부터 본격화되는 점을 고려하면, 올해 실적은 분기별 계단식 성장 흐름이 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

당사는 동사가 안정적인 두 자릿수 마진 구간에 성공적으로 안착했다는 점과, 메모리 특히 서버용 메모리 비중이 타 기판 업체 대비 압도적으로 높다는 점을 감안할 때 밸류에이션 프리미엄 부여가 정당하다고 판단한다. 또한 SoCAMP의 초기 시장 규모와 기판 업체별 매출 베이스를 고려할 때, SoCAMP 매출 확대에 의한 실적 레버리지 효과 역시 동사가 가장 부각될 것으로 전망한다. 투자의견 Buy와 적정주가 85,000원을 유지한다.

Meritz Research 2026. 2. 25

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	85,000원
현재주가 (2.24)	62,800원
상승여력	35.4%

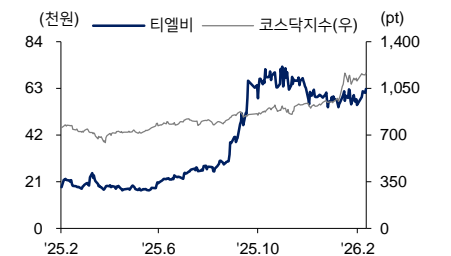
KOSDAQ	1,165.00pt
시가총액	6,175억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	69.69%
외국인비중	15.10%
52주 최고/최저가	72,800원/17,110원
평균거래대금	169.4억원

주요주주(%)

백성현 외 8인	29.12
----------	-------

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.8	132.6	190.1
상대주가	-5.5	56.2	92.5

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	258.5	26.0	18.9	1,922	422.5	13,124	31.1	4.6	17.2	15.7	53.2
2026E	336.0	45.8	35.1	3,564	85.4	16,490	17.6	3.8	11.4	24.1	45.8
2027E	394.3	61.5	46.7	4,754	33.4	21,046	13.2	3.0	8.4	25.3	37.3

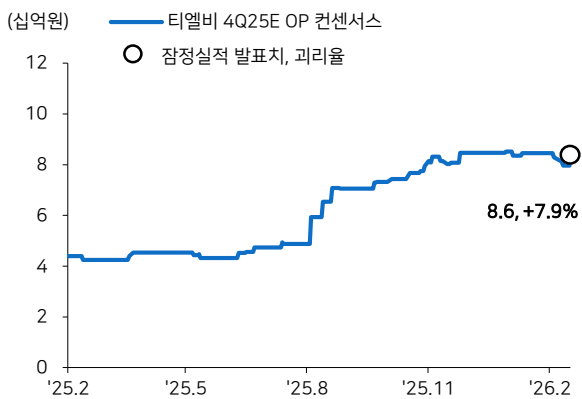
(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	72.6	49.8	45.6%	68.9	5.3%	72.4	0.2%	73.7	-1.5%
영업이익	8.6	0.9	844.4%	8.7	-0.8%	8.0	7.6%	8.3	3.1%
세전이익	8.8	1.9	366.9%	8.7	1.0%	7.7	13.8%	8.3	5.0%
순이익	6.9	1.6	333.6%	6.5	6.2%	7.1	-2.7%	6.8	1.5%
영업이익률(%)	11.8%	1.8%		12.6%		11.0%		11.3%	
세전이익률(%)	12.1%	3.8%		12.6%		10.6%		11.3%	
순이익률(%)	9.6%	3.2%		9.5%		9.8%		9.3%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	336.0	345.1	-2.6%	394.3	403.0	-2.2%
영업이익	45.8	47.2	-3.0%	60.9	62.9	-3.3%
세전이익	44.7	46.4	-3.7%	61.0	63.0	-3.1%
지배주주 순이익	35.0	36.7	-4.5%	46.7	48.6	-3.8%
영업이익률(%)	13.6%	13.7%		15.4%	15.6%	
세전이익률(%)	13.3%	13.4%		15.5%	15.6%	
순이익률(%)	10.4%	10.6%		11.9%	12.1%	

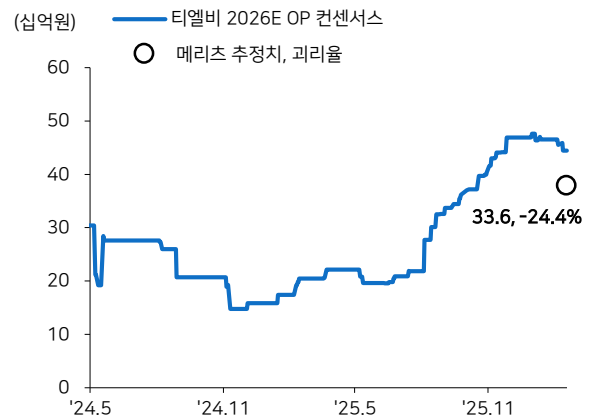
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 7.9% 상회



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 24.4% 하회 전망

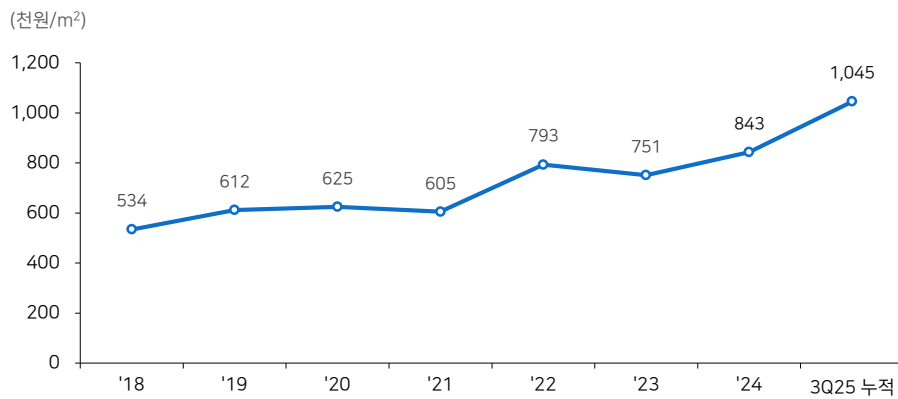


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	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	72.6	73.9	83.1	89.1	89.9	258.5	336.0	394.3
(% QoQ)	6.4%	20.9%	7.5%	5.3%	1.9%	12.4%	7.3%	0.9%			
(% YoY)	19.8%	62.2%	48.3%	45.6%	39.5%	29.7%	29.4%	23.9%	43.6%	30.0%	17.3%
SSD	20.7	23.1	21.4	19.6	22.2	25.8	28.5	29.2	84.7	105.7	128.3
DDR5	27.6	37.8	44.1	49.3	48.8	54.0	57.0	57.5	158.8	217.4	253.2
ETC	4.8	3.2	3.4	3.6	3.0	3.2	3.6	3.1	15.0	12.9	12.7
영업이익	1.9	6.9	8.7	8.6	9.5	11.2	13.0	12.1	26.0	45.8	60.9
(% QoQ)	106.2%	266.0%	26.2%	-0.8%	10.8%	17.8%	16.3%	-7.2%			
(% YoY)	흑전	흑전	212.4%	844.4%	407.2%	63.2%	50.5%	40.8%	673.2%	76.4%	32.9%
영업이익률 (%)	3.5%	10.7%	12.6%	11.8%	12.9%	13.5%	14.6%	13.4%	10.0%	13.6%	15.4%
세전이익	1.4	5.6	8.7	8.8	9.2	10.9	12.7	11.8	24.4	44.7	61.0
지배주주순이익	0.9	4.5	6.5	6.9	6.8	8.5	10.3	9.4	18.9	35.0	46.7

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 ASP 추이



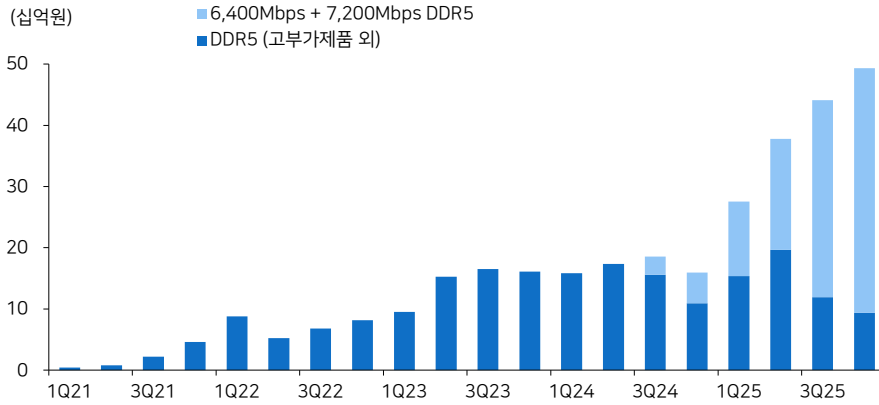
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 고부가제품 구조



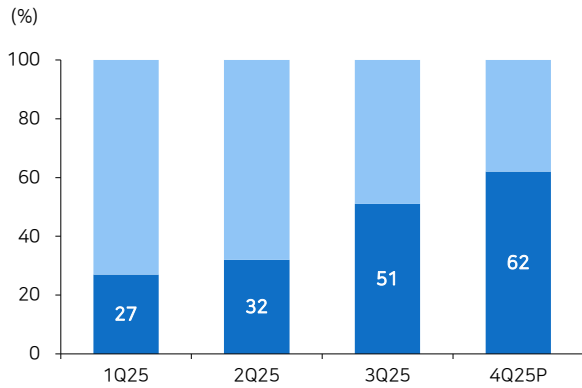
자료: 티엘비

그림5 티엘비 DDR5 매출액 추이



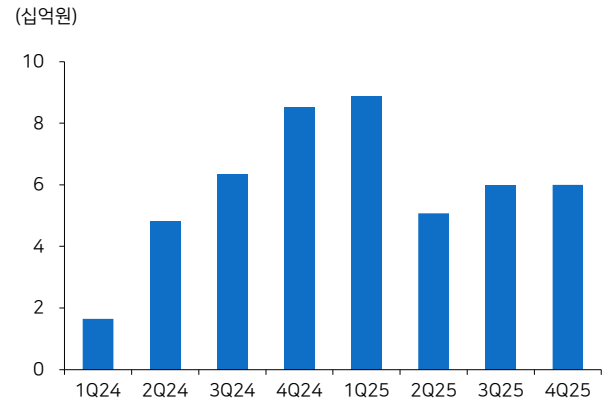
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 고부가제품 매출 비중 추이



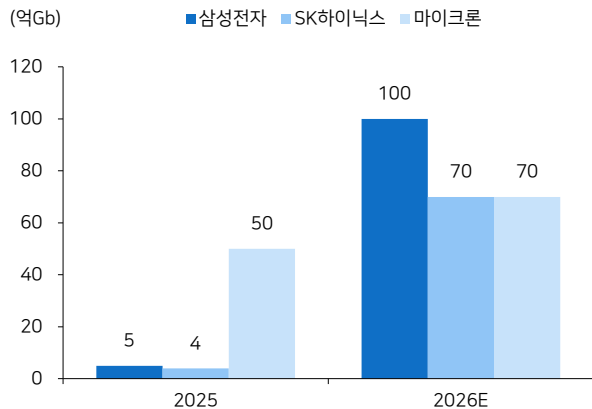
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 eSSD 매출액 추이



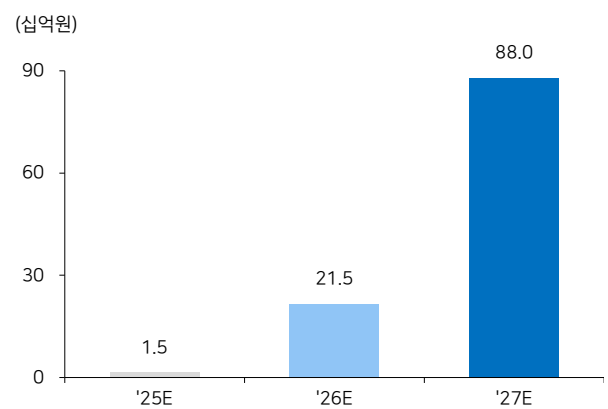
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SoCAMP 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 SoCAMP 매출액 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
12MF EPS(원)	3,747	
적정배수 (배)	22.8	과거 3년 컨센서스 기준 저점 평균
적정가치	85,250	
적정주가	85,000	
현재주가	62,800	
상승여력 (%)	35.4%	

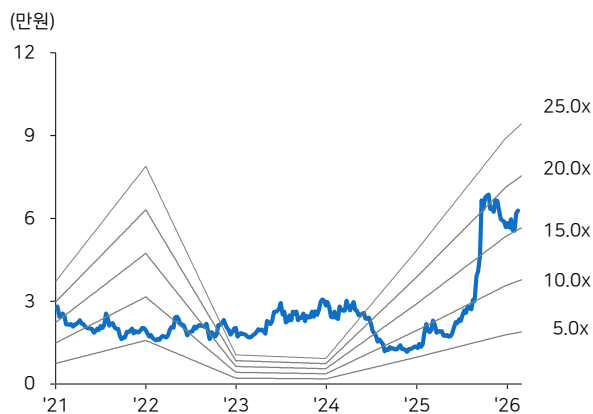
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	37.9	
Low	12.1	4.8	61.4	28.9	6.4	
Average	16.8	6.3	87.9	56.3	17.2	
EPS (원)	1,262	3,108	256	368	1,922	3,564
EPS Growth (%)	-13.3	146.2	-91.8	43.9	422.5	85.4
컨센서스 기준 PER						
High	27.4	6.9	76.4	77.3	37.5	
Low	11.6	4.2	37.2	24.9	6.5	
Average	16.1	5.4	53.3	48.5	14.7	
EPS (원)	1,315	3,607	422	427	1,915	3,588
EPS growth (%)	-9.6	185.8	-86.4	67.0	420.5	86.6

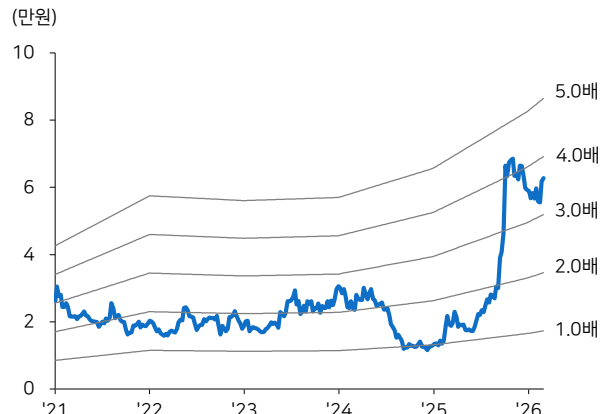
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 티엘비 PBR 밴드



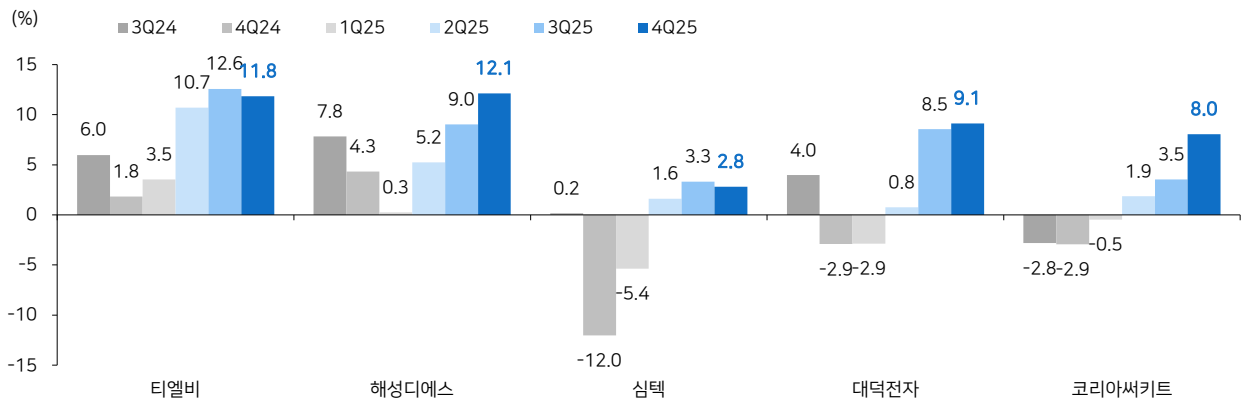
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 글로벌 PCB 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	17,863	45.7	34.9	4.8	4.2	22.0	45.1	11.0	12.8	3,218	3,726	578	748	16.0	12.8
	Kinsus	4,957	42.2	26.8	3.9	3.4	3,131.9	125.2	9.6	12.0	1,495	1,823	176	229	13.6	11.2
	Nanya PCB	10,334	49.7	29.7	6.5	5.8	733.1	288.0	13.2	17.2	1,708	2,070	241	416	22.7	17.7
	Unimicron	22,343	44.0	26.0	6.2	5.3	6.6	193.6	14.8	20.7	5,173	6,320	612	1,049	18.1	13.0
	삼성전기	23,115	31.7	24.8	3.3	3.0	-8.1	60.8	10.8	12.4	12,866	14,472	1,357	1,739	13.8	11.7
	Toppan	9,164	21.1	17.5	1.0	1.0	-23.8	20.7	5.6	6.3	11,915	12,288	576	663	8.8	8.1
	대덕전자	2,229	22.9	18.6	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	코리아써킷	996	15.4	10.8	3.2	2.5	-136.6	120.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.3	6.6
MLB	이수페타시스	5,741	32.4	24.1	9.3	6.7	94.0	49.0	33.8	32.8	1,515	1,895	325	426	22.8	17.0
	대덕전자	2,229	22.9	18.6	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	Unimicron	22,343	44.0	26.0	6.2	5.3	6.6	193.6	14.8	20.7	5,173	6,320	612	1,049	18.1	13.0
	Victory Giant	33,933	25.9	15.7	10.0	6.6	324.5	89.4	40.0	42.1	4,774	7,618	1,478	2,458	19.6	11.4
	WUS(Kunshan)	20,232	26.0	19.3	7.5	5.8	50.2	42.9	29.9	30.8	3,649	4,792	925	1,262	19.3	14.4
	Shennan Circuits	25,584	35.7	26.5	7.4	6.0	91.3	39.8	24.8	27.0	4,332	5,373	766	1,026	26.8	21.6
	Gold Circuit	13,521	26.1	18.5	10.9	7.6	66.7	69.8	49.2	47.8	2,717	3,566	747	1,050	17.0	12.2
	TTM Tech	11,033	33.7	24.1	6.2	5.5	343.3	29.9	16.3	18.8	3,375	3,951	430	581	21.5	16.7
PCB	티엘비	434	17.6	13.2	3.8	3.0	85.4	35.4	24.1	25.3	336.0	394.3	45.8	61.5	11.4	8.4
	심텍	1,428	17.4	11.4	3.5	2.7	-8.3	-440.1	22.0	26.1	1,651	1,870	157	243	10.4	7.7
	코리아써킷	996	15.4	10.8	3.2	2.5	-136.6	120.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.3	6.6
	대덕전자	2,229	22.9	18.6	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	해성디에스	773	13.6	11.2	1.7	1.5	-47.3	150.0	13.5	14.4	791	867	101	122	7.7	6.7
	Tripod Tech	6,551	16.2	13.4	3.5	2.9	27.5	20.9	22.6	24.0	2,598	2,917	503	602	9.1	7.9

주: 티엘비는 당사 추정치 기준. 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
 자료: Bloomberg, 머릿츠증권 리서치센터

그림12 국내 메모리 기판 업체들 작년 하반기 이후 OPM 비교



자료: Quantiwise, 머릿츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	258.5	336.0	394.3
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	43.6	30.0	17.3
매출원가	160.0	165.9	219.3	273.3	312.9
매출총이익	11.4	14.1	39.2	62.8	81.4
판매관리비	8.3	10.8	13.2	17.0	19.9
영업이익	3.0	3.4	26.0	45.8	61.5
영업이익률(%)	1.8	1.9	10.0	13.6	15.6
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	-0.4	-0.4	-0.8
세전계속사업이익	3.3	4.9	24.4	44.7	61.0
법인세비용	0.8	1.3	5.6	9.8	14.6
당기순이익	2.5	3.6	18.8	34.9	46.5
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	18.9	35.1	46.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1.5	4.7	16.8	32.3	46.0
당기순이익(손실)	2.5	3.6	18.8	34.9	46.5
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	-11.8	-8.8
투자활동 현금흐름	-29.8	-4.1	-10.8	-10.8	-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	-6.8
차입금의 증감	15.6	10.4	-18.1	-4.9	-4.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	6.8	-14.0	14.7	28.8
기초현금	31.2	11.5	18.3	4.3	19.1
기말현금	11.5	18.3	4.3	19.1	47.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	80.2	117.6	163.5
현금및현금성자산	11.5	18.3	4.4	19.1	47.9
매출채권	21.9	23.7	34.0	44.2	51.8
재고자산	20.6	24.7	35.4	46.0	54.0
비유동자산	105.0	117.3	117.5	118.3	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	235.9	283.3
유동부채	35.4	52.7	44.9	50.1	52.8
매입채무	13.2	12.6	18.1	23.6	27.7
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	74.1	76.9
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	75.9	77.4	94.3	127.4	172.2
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.6
자본총계	110.2	112.1	129.0	161.9	206.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	26,290	34,172	40,097
EPS(지배주주)	256	368	1,922	3,564	4,754
CFPS	1,208	1,230	3,603	5,549	7,021
EBITDAPS	939	1,036	3,645	5,590	7,123
BPS	11,213	11,399	13,124	16,490	21,046
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	31.1	17.6	13.2
PCR	25.3	10.6	16.6	11.3	8.9
PSR	1.8	0.7	2.3	1.8	1.6
PBR	2.7	1.1	4.6	3.8	3.0
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	35.8	55.0	70.0
EV/EBITDA	34.6	15.8	17.2	11.4	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	15.7	24.1	25.3
EBITDA 이익률	5.4	5.7	13.9	16.4	17.8
부채비율	56.5	68.1	53.2	45.8	37.3
금융비용부담률	0.7	1.0	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	1.9	15.7	37.6	59.5
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	9.0	8.6	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 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)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(%)*		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	-	-	