

티엘비 (356860/KQ)

티엘비, 공장투어 후기 (추가 증설 결정)

IT 하드웨어/배터리. 박형우 / hyungwou@sks.co.kr / 3773-9035

Signal: 베트남 2 공장 투자 결정 (1 공장 대비 4 배 규모)
Key: SOCAMM, eSSD, LPCAMM 등으로 모듈 PCB 수요 폭증
Step: 국내 모듈 PCB 기업들의 수혜 전망 (Q 증가, P 상승)

Not Rated

목표주가: -
 현재주가: 79,800 원
 상승여력: -

STOCK DATA

주가(26/03/19)	79,800 원
KOSDAQ	1,143.48 pt
52 주 최고가	79,800 원
60 일 평균 거래대금	17 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	983 만주
시가총액	785 십억원
주요주주	
백성현(외 8)	29.12%
자사주	1.12%
외국인 지분율	16.28%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	258	330	411
영업이익	십억원	26	50	81
순이익(지배주주)	십억원	19	38	62
EPS	원	1,932	3,829	6,322
PER	배	31.0	20.8	12.6
PBR	배	4.6	4.9	3.6
EV/EBITDA	배	18.1	13.4	8.3
ROE	%	16.0	26.4	32.9
배당성향	%	20.5	10.3	6.3

공장 탐방: 대규모 2 공장 투자 발표

현재 베트남 1 공장 투자를 진행 중이다. 약 500 억원의 금액이 투입됐고, 해당 공장은 회로형성 & 적층 공정과 백엔드 공정 등 일부 공정에만 집중된 제조 공정이다. 빠르게 2분기 말부터 가동이 기대되며, 하반기 실적에 반영된다. 전사 캐파는 국내 안산 2공장 증설과 맞물려 약 20~25% 증가할 전망이다.

회사측은 베트남 1공장 증설 완료 직후, 하반기 중 베트남 2공장 투자에 돌입한다고 발표했다. 추가되는 팹은 PCB 전공정을 보유한 완제 공장으로 올해 하반기와 내년에 걸쳐 최대 2,000억원의 CAPEX가 집행될 계획이다. 27년 연말에 완공이 예상되며, 본격적인 실적 기여는 2028년이다.

이를 바탕으로 추산 시, 동사의 모듈 PCB 월캐파는 현재 20,000 스퀘어미터 > 26년 하반기 24,500 스퀘어미터 > 27년 말 40,000 스퀘어미터로 대폭 늘어난다.

모듈 PCB 현황: ①적층공정부족, ②미중분쟁, ③차세대패키지

이번 모듈 PCB의 공급부족 사이클은 25년 초에 시작됐다. SSD 및 서버용 DDR5 제조에서 기판 층간 연결을 위해 구멍을 뚫는 드릴공정(Via Hole)의 쇼티지 때문이다.

지난해 하반기에는 메모리반도체 영향으로 호황이 본격화됐다. 일부 고객사의 기판부품 탈중국 정책으로 중국 공장 벤더 대신 한국 벤더가 선호된 점도 기여했다.

최근에는 서버용 DDR5 (R-DIMM) 뿐 아니라 eSSD, MR-DIMM, LPCAMM 등이 늘며 기판 병목현상이 심화된다. 여기에 2분기부터는 SOCAMM, 향후에는 또 다른 패키징 형태가 더해지며 기판의 수요 증가가 유력하다. 차세대 패키징기술의 진화는 그 형태와 상관없이 모듈 PCB의 고도화를 수반하고 있다.

2분기부터는 가격 상승을 전망한다. 단발성의 상승을 넘어, 하반기에도 인상이 지속된다면 추가적인 실적 추정치의 상향 조정이 필요하다.

MLB, FCBGA 다음은 모듈 PCB

기판 산업 다방면에서 수요 증가와 가격 인상이 확인된다. 장비용 MLB 기판과 고사양 시스템반도체용 FCBGA에 이어, 모듈 PCB도 고객사들의 증설 요구 및 가격인상 가능성이 대두된다. 반도체의 고사양화는 기판의 미세회로/고다층/대면적화를 의미한다. SOCAMM과 eSSD, LPCAMM, MR-DIMM 등 차세대 메모리 패키지들은 모두 단위당 기판 캐파를 크게 잠식한다. 원재료 중 금 사용량이 높은 것도 공통점이다. 수요 증가와 ASP 상승 방향성이 명확하다. 미중분쟁도 국내 업체들에게 유리한 배경이다.

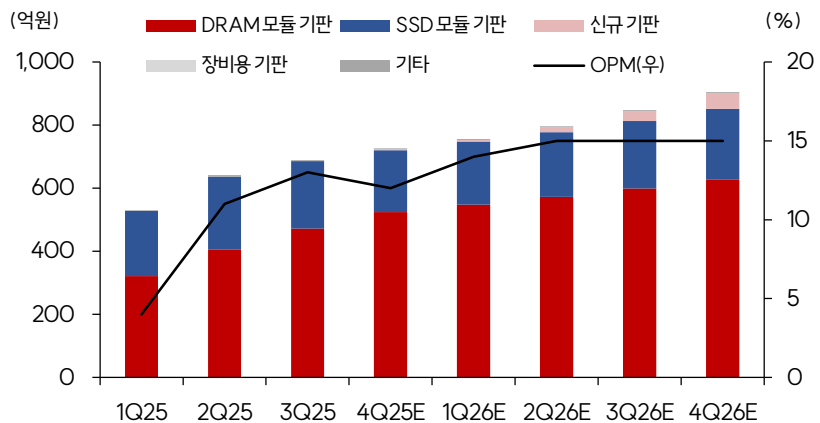
모듈 PCB 업체들 중 관련 수혜 강도는 티엘비 > 코리아써키트/심텍 > Tripod > Unimicron 순서라 판단한다. (매출비중과 투자규모 고려)

티엘비 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
제품별 매출액	530	641	689	726	755	796	847	905	2,585	3,303	4,115
DRAM 모듈 기판	321	406	472	524	548	573	599	627	1,723	2,347	2,816
DDR4	46	28	31	30	29	28	27	27	135	111	99
DDR5	276	378	441	494	519	545	572	600	1,589	2,236	2,717
SSD 모듈 기판	207	231	214	196	200	204	214	224	847	841	1,031
신규 기판	0	0	0	3	5	16	31	50	3	102	255
장비용 기판	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
내부거래 및 기타	2	4	3	3	3	3	3	3	12	12	12
매출액 YoY	20%	62%	48%	46%	43%	24%	23%	25%	44%	28%	25%
DRAM 모듈 기판	38%	83%	94%	148%	71%	41%	27%	20%	89%	36%	20%
DDR4	-38%	-43%	-46%	-42%	-36%	2%	-13%	-11%	-42%	-17%	-11%
DDR5	73%	118%	138%	210%	88%	44%	30%	22%	134%	41%	22%
SSD 모듈 기판	-1%	36%	-2%	-31%	-3%	-12%	0%	15%	-4%	-1%	23%
신규 기판	-	-	-	-	-	-	-	1567%	-	3300%	150%
내부거래 및 기타	89%	33%	0%	0%	50%	-19%	2%	3%	19%	3%	0%
매출액 QoQ	6%	21%	8%	5%	4%	5%	6%	7%	-	-	-
DRAM 모듈 기판	52%	26%	16%	11%	5%	5%	5%	5%	-	-	-
DDR4	-12%	-40%	14%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-	-	-
DDR5	73%	37%	17%	12%	5%	5%	5%	5%	-	-	-
SSD 모듈 기판	-27%	12%	-7%	-8%	2%	2%	5%	5%	-	-	-
신규 기판	-	-	-	-	67%	220%	94%	61%	-	-	-
내부거래 및 기타	-33%	100%	-25%	0%	0%	8%	-6%	1%	-	-	-
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DRAM 모듈 기판	61%	63%	69%	72%	73%	72%	71%	69%	67%	71%	68%
DDR4	9%	4%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	5%	3%	2%
DDR5	52%	59%	64%	68%	69%	68%	68%	66%	61%	68%	66%
SSD 모듈 기판	39%	36%	31%	27%	26%	26%	25%	25%	33%	25%	25%
신규 기판	0%	0%	0%	0%	1%	2%	4%	6%	0%	3%	6%
내부거래 및 기타	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
영업이익	19	69	87	87	105	121	133	145	260	503	810
영업이익률 (%)	3.5%	10.7%	12.6%	11.9%	13.8%	15.2%	15.7%	16.0%	10.1%	15.2%	19.7%
GoQ % of Change	106%	266%	26%	0%	21%	15%	10%	9%	-	-	-
YoY % of Change	-818%	-11722%	212%	852%	458%	76%	54%	67%	675%	93%	61%

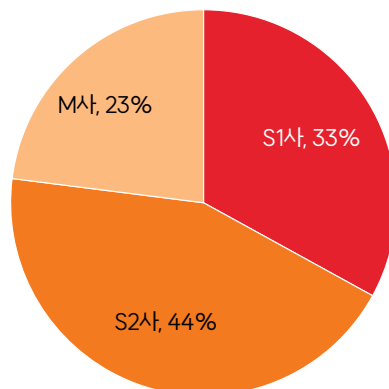
자료: 티엘비, SK 증권 추정

티엘비 제품별 매출액 추이



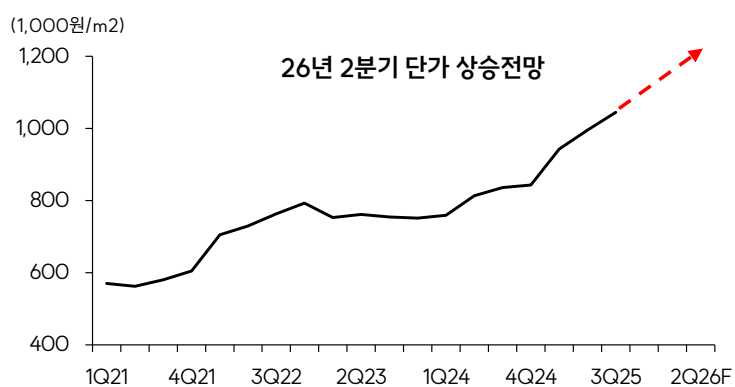
자료: 티엘비, SK 증권

티엘비 고객사별 매출비중



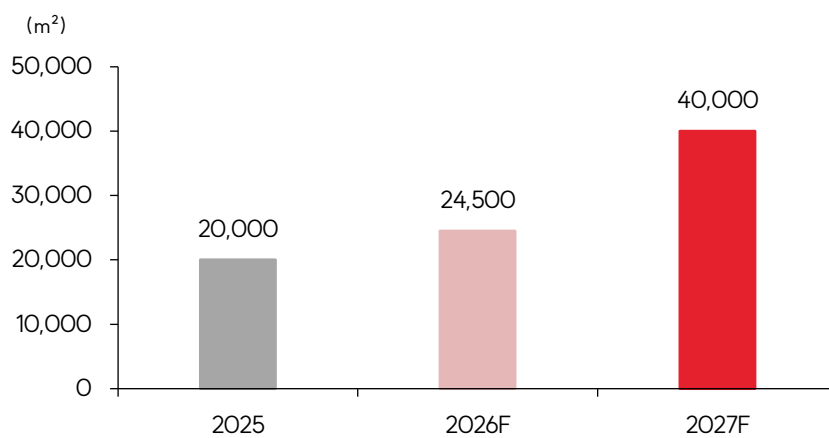
자료 : SK 증권

티엘비 누적 ASP 추이



자료 : Dart, SK 증권

티엘비 모듈 PCB 월캐파



자료 : SK 증권

모듈 PCB 기존제품군 및 신제품군

TLB 핵심 제품

Memory Module
DDR5




SSD Module
e-SSD
EDSFF




차세대 신제품

CXL
(Compute Express Link)
지정된 CPU에 메모리 제공할 뿐만 아니라, 지정되지 않은 CPU에 메모리 확장한 제품



SOCAMM
(System On Chip Advanced Memory Module)
디지털, 아날로그, 혼합 신호 회로를 하나의 칩에 집적해 소형 고성능 저전력을 구현한 제품



MR-DIMM
(Multiplexed Rank DIMM)
여러 개 D램이 결합된 모듈 제품
랭크(Rank) 2개 동시 작동으로 속도 향상

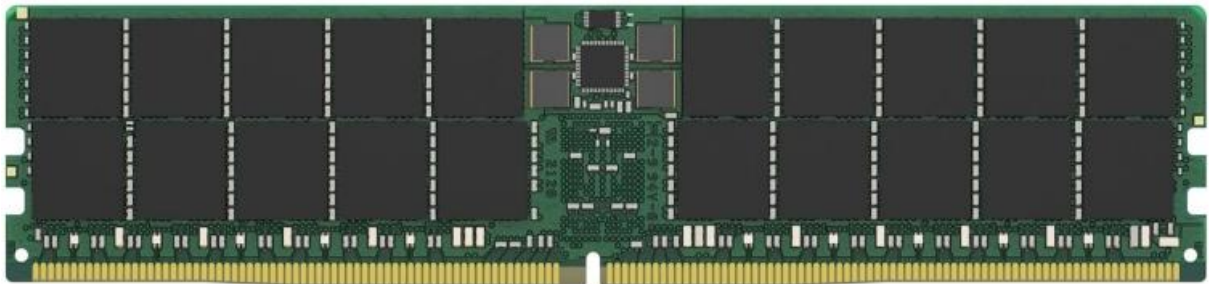


LPCAMM
(Low-Power Cache- Attached Memory Module)
LPDDR 기반의 새로운 폼팩터로 전력을 최소화하여 열발생을 줄이는데 주로 사용



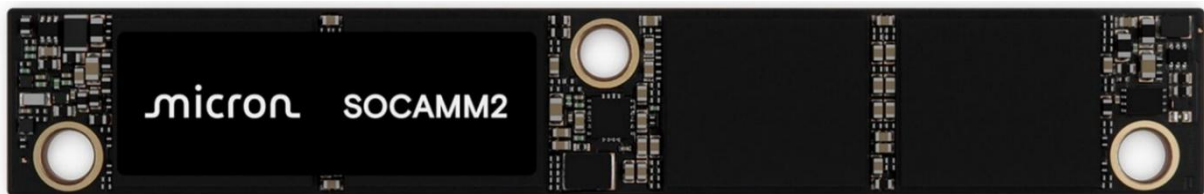
자료: 티엘비, SK 증권

DDR5 서버용 모듈 구조 (130 by 30)



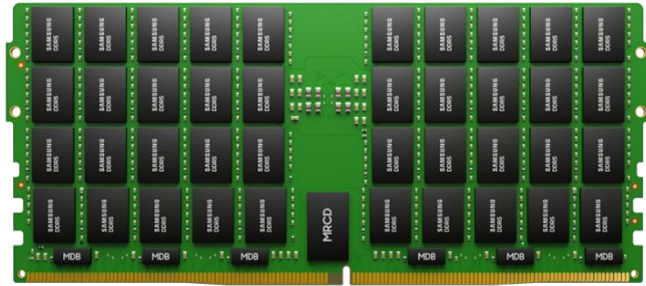
자료: Mircon, SK 증권

SOCAMM 모듈 구조 (90 by 14)



자료: Mircon, SK 증권

MR-DIMM 모듈구조



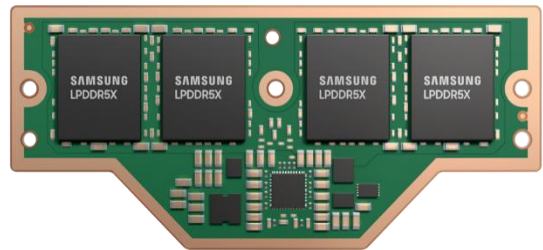
자료 : 삼성전자, SK 증권

마이크론 CXL



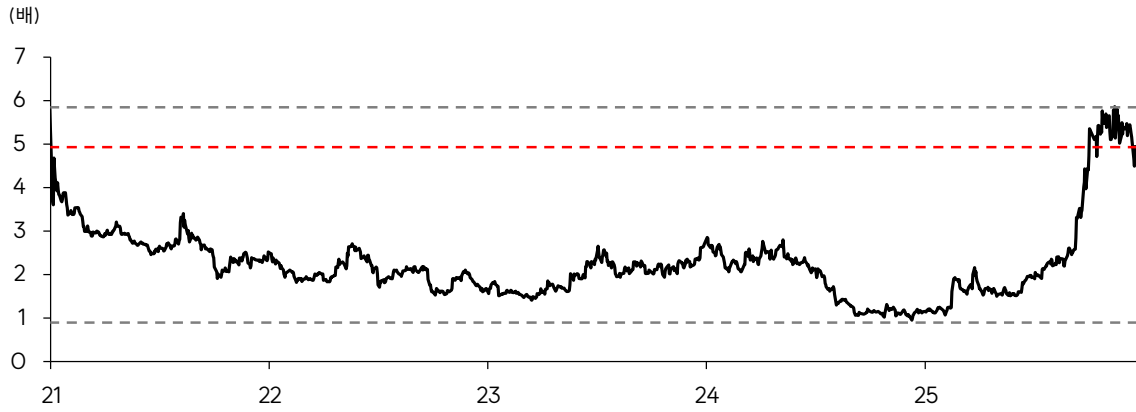
자료: Micron, SK 증권

삼성전자 LPCAMM2



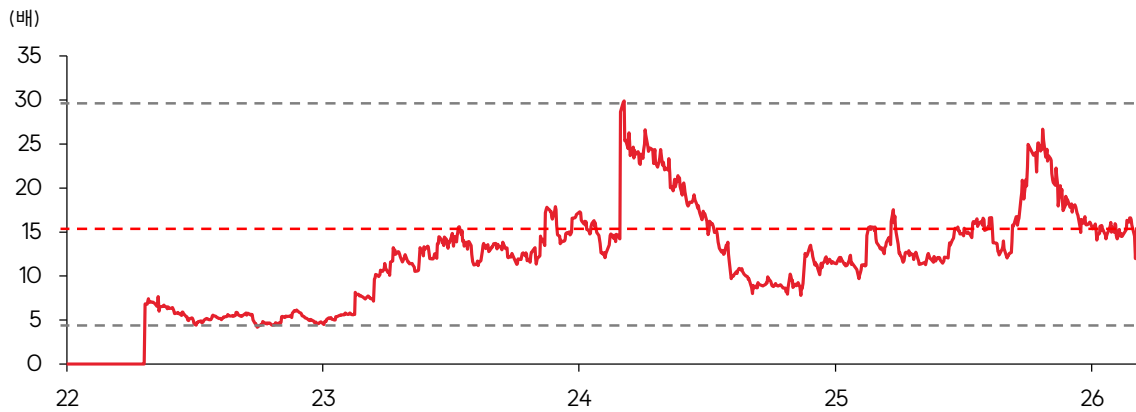
자료: 삼성전자, SK 증권

티엘비 Trailing PBR



자료 : QuantiWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

티엘비 PER (12MF)



자료 : QuantiWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

기판/소재 서플라이체인 Peer Valuation												
(백만 USD, %, 배)				2025			2026F			2027F		
구분	기업명	시가총액	YTD	OPM	PER	PBR	OPM	PER	PBR	OPM	PER	PBR
기판	Unimicron	28,638	164	5	50	3	4	50	8	3	28	6
	Ibiden	14,630	23	13	17	1	12	56	4	10	38	4
	Shinko	2,337	38	13	14	2	13	29	4	12	25	4
	삼성전기	23,702	86	8	27	2	7	33	4	6	25	3
	NanyaPCB	11,341	133	5	80	3	4	55	7	3	30	7
	AT&S	2,367	65	17	7	1	14	N/A	2	11	28	2
	Kinsus	6,322	149	7	45	2	6	50	5	5	31	4
	LG 이노텍	6,018	15	18	16	3	16	15	3	14	12	3
	대덕전자	2,547	64	5	51	3	4	27	4	3	21	3
	심텍	1,495	21	1	N/A	3	1	21	4	1	14	3
소재	코리아씨키트	993	29	4	21	N/A	3	16	3	3	11	3
	해성디에스	639	1	7	40	N/A	6	12	1	6	10	1
	Tripod	4,479	5	3	19	1	3	11	1	3	10	1
	티엘비	531	35	10	31	N/A	8	22	5	6	16	4
	Victory	35,059	-	27	57	15	15	27	10	9	16	7
	Shennan	24,675	8	16	47	9	12	34	7	9	24	6
	Shengyi	21,331	-	N/A	N/A	N/A	5	28	7	4	20	6
	GCE	16,052	46	23	35	10	16	30	13	12	21	9
	TTM	9,856	38	9	42	4	8	30	6	7	22	5
	이수페타시스	6,318	8	N/A	N/A	N/A	7	36	11	5	25	7
Shenzhen	5,519	6	N/A	N/A	N/A	-	86	7	-	47	6	
소재	Panasonic	40,092	29	5	11	1	5	23	1	5	14	1
	Resonac	13,013	72	3	41	2	4	25	3	4	18	2
	두산	12,447	47	N/A	N/A	N/A	5	40	11	5	28	8
	MGC	8,214	-	4	23	1	5	12	1	5	12	1
	Mitsui	11,219	76	10	4	1	11	28	5	10	24	4
	롯데에너지	1,314	23	-	N/A	1	-	N/A	1	-	68	1
	Nittobo	5,113	112	15	12	1	14	21	5	13	39	4
	코오롱인더	1,293	58	2	33	N/A	2	15	1	2	11	1
	국도화학	227	17	4	13	0	4	9	0	3	7	0
	파미셀	636	9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	68	71	87	102	179
현금및현금성자산	11	18	11	8	63
매출채권 및 기타채권	23	25	36	45	55
재고자산	21	25	36	45	55
비유동자산	105	117	125	142	132
장기금융자산	1	2	2	3	4
유형자산	91	105	111	127	117
무형자산	1	1	2	2	2
자산총계	173	188	212	243	311
유동부채	35	53	66	68	77
단기금융부채	16	29	30	25	25
매입채무 및 기타채무	15	16	31	38	47
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	27	24	21	16	16
장기금융부채	26	23	20	15	15
장기매입채무 및 기타채무	1	0	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	62	76	86	84	93
지배주주지분	110	112	126	160	218
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	21	21	21
기타자본구성요소	-1	-2	-2	-2	-2
자기주식	-1	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	76	77	102	136	194
비지배주주지분	-0	0	-0	-0	-0
자본총계	110	112	126	160	218
부채외자본총계	173	188	212	243	311

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-2	5	17	42	65
당기순이익(손실)	3	4	19	38	62
비현금성항목등	9	8	17	27	33
유형자산감가상각비	6	7	8	10	10
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	3	2	9	17	23
운전자본감소(증가)	-5	-7	-13	-10	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3	-2	-21	-9	-10
재고자산의감소(증가)	-2	-3	-11	-9	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	0	20	8	9
기타	-17	-1	-10	-24	-37
법인세납부	-8	0	-5	-11	-18
투자활동현금흐름	-30	-4	-22	-31	-5
금융자산의감소(증가)	-6	10	-1	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-25	-18	-19	-26	0
무형자산의감소(증가)	0	0	-2	0	0
기타	1	4	1	-5	-5
재무활동현금흐름	11	6	-4	-14	-4
단기금융부채의증가(감소)	3	4	-12	-5	0
장기금융부채의증가(감소)	12	4	11	-5	0
자본의증가(감소)	0	0	-10	0	0
배당금지급	-3	-2	-4	-4	-4
기타	-1	-1	10	-0	0
현금의 증가(감소)	-20	7	-7	-3	55
기초현금	31	11	18	11	8
기말현금	11	18	11	8	63
FCF	-26	-13	-2	16	65

자료 : 티엘비, SK증권 추정

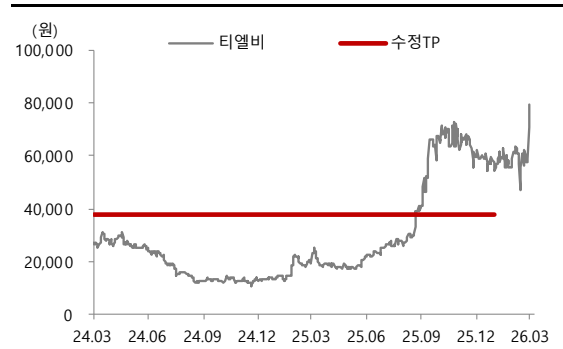
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171	180	258	330	411
매출원가	160	166	220	267	316
매출중이익	11	14	38	64	96
매출총이익률(%)	6.6	7.8	14.8	19.3	23.3
판매비와 관리비	8	11	12	13	15
영업이익	3	3	26	50	81
영업이익률(%)	1.8	1.9	10.1	15.2	19.7
비영업손익	0	2	-2	-2	-1
순금융손익	-0	-1	-2	-2	-1
외환관련손익	0	2	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3	5	24	49	80
세전계속사업이익률(%)	1.9	2.7	9.4	14.7	19.5
계속사업법인세	1	1	5	11	18
계속사업이익	3	4	19	38	62
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3	4	19	38	62
순이익률(%)	1.5	2.0	7.3	11.4	15.1
지배주주	3	4	19	38	62
지배주주귀속 순이익률(%)	1.5	2.0	7.3	11.4	15.1
비지배주주	-0	-0	-0	0	0
총포괄이익	2	4	18	38	62
지배주주	2	4	18	38	62
비지배주주	-0	-0	-0	0	0
EBITDA	9	10	34	61	91

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-22.7	5.1	43.6	27.8	24.6
영업이익	-92.1	10.3	675.4	93.0	61.2
세전계속사업이익	-91.5	50.1	395.7	100.3	64.7
EBITDA	-78.9	10.2	238.7	75.6	50.7
EPS	-91.8	43.9	425.1	98.2	65.1
수익성 (%)					
ROA	1.5	2.0	9.5	16.5	22.4
ROE	2.3	3.3	16.0	26.4	32.9
EBITDA마진	5.4	5.7	13.3	18.3	22.2
안정성 (%)					
유동비율	190.9	134.8	132.0	149.0	230.8
부채비율	56.5	68.1	68.5	52.6	42.7
순차입금/자기자본	17.6	29.0	29.2	18.5	-12.1
EBITDA/이자비용(배)	7.2	5.7	13.7	33.3	61.2
배당성향	77.7	53.7	20.5	10.3	6.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	256	368	1,932	3,829	6,322
BPS	11,330	11,581	12,982	16,415	22,341
CFPS	885	1,062	2,791	4,875	7,361
주당 현금배당금	200	200	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER	119.5	35.5	31.0	20.8	12.6
PBR	2.7	1.1	4.6	4.9	3.6
PCR	34.5	12.3	21.4	16.4	10.8
EV/EBITDA	34.6	15.8	18.1	13.4	8.3
배당수익률	0.7	1.5	0.7	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	Not Rated				
2024.05.27	매수	37,500원	6개월	-26.18%	94.13%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(별첨우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 03 월 20 일 기준)	매수	93.63%	중립	6.37%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------