

# 티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**24,000**

유지

현재주가

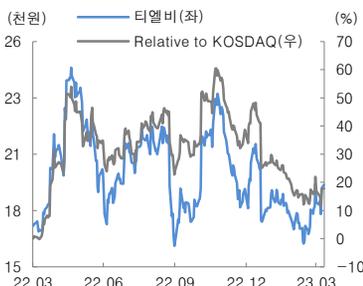
**19,000**

(23.04.10)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	887.78
시가총액	187십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	24,725원 / 16,025원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	0.77%
주요주주	백성현 외 9 인 32.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.7	-7.8	0.9	13.1
상대수익률	0.1	-27.7	-20.6	19.1



# 2Q 이후, 긍정적인 요인은 많다

- 2023년 1Q 매출 419억원, 영업이익 10억원은 예상대비 부진 전망
- 2Q 이후 매출과 영업이익 증가 전환에 주목
- DDR5 전환 속에 고객사내 점유율 증가로 Q(수량), P(가격)이 동시 상승

## 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 24,000원 유지

2023년 주당순이익(EPS)에 목표P/E 27.9배(실적회복기에 상단) 적용하여 목표주가 24,000원 및 투자의견 매수(BUY) 유지. 2023년 1분기 실적은 부진하나 2분기 이후 긍정적인 영업환경 도래로 매출, 영업이익은 증가세로 전환 예상

## 2023년 2Q 기점으로 매출과 영업이익 개선 확대

2023년 1분기 실적은 예상 범위에서 부진, 매출 419억원(-19.2% yoy/-23.3% qoq), 영업이익 10억원(-88.6% yoy/-86.0% qoq)으로 추정. 전방산업인 PC 수요 부진 및 서버 투자 지연으로 반도체(메모리, 비메모리) 출하량이 감소(yoy, qoq)로 모듈 매출 수준이 낮아져 고정비가 수익성에 부담으로 작용

현 시점에서 낮아진 1분기 실적(매출, 영업이익)보다 2분기 이후에 개선 가능성, 매출 확대에 주목할 필요. 2분기 매출은 440억원, 영업이익 13억원으로 전분기대비 각각 5%, 27.9%씩 증가 추정. 이는 1) 메모리 업체의 2023년 2분기 반도체 출하량이 전분기대비 증가(삼성전자 D램 증가가 2Q 15%, 3Q 13%, 4Q 20% 추정), 메모리모듈 중심으로 가동률 확대, 매출과 영업이익 증가 전망

2) 경쟁사가 국내 고객사내에서 일시적인 점유율 하락, 또한 중국 시장에서 메모리 업체가 국내 공급업체로 비중 확대가 진행, 2023년 2분기, 3분기에 매출 증가로 연결, 전방 수요의 부진을 일부 상쇄시키는 요인으로 판단

3) 2023년 하반기, PC 및 서버 시장에서 DDR5 전, 출하량 증가 및 ASP 상승으로 하반기대비 수익성 개선이 높아질 전망. 삼성전자의 감산 효과는 2023년 3분기에 반영(다시 출하량 증가) 과정에서 DDR5로 전환을 가속화시킬 것으로 판단. 메모리모듈 중심의 티엘비가 직접적인 수혜 예상. 2023년 하반기 매출(986억원)과 영업이익(74억원)은 상반기대비 각각 14.8%, 214%씩 증가 추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q22	4Q22	직전추정	1Q23(F)				2Q23		
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	52	55	42	42	-19.2	-23.3	43	44	-25	5.0
영업이익	9	7	2	1	-88.6	-86.0	2	1	-87	27.9
순이익	8	3	1	1	-87.1	-68.2	1	1	-86	21.9

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178	222	184	203	220
영업이익	13	38	10	15	17
세전순이익	15	38	10	16	18
총당기순이익	12	31	8	13	15
지배지분순이익	12	31	8	13	15
EPS	1,262	3,108	859	1,334	1,480
PER	16.1	6.0	22.1	14.2	12.8
BPS	8,465	11,424	11,982	13,016	14,196
PBR	2.4	1.6	1.6	1.5	1.3
ROE	16.1	31.3	7.3	10.7	10.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

## 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	183	202	184	203	0.6	0.5
판매비와 관리비	9	9	11	12	33.2	33.2
영업이익	11	15	10	15	-15.2	0.6
영업이익률	6.3	7.5	5.3	7.5	-1.0	0.0
영업외손익	0	1	0	1	7.7	-21.5
세전순이익	12	16	10	16	-14.4	-0.5
지배지분순이익	10	13	8	13	-14.4	-0.5
순이익률	5.4	6.5	4.6	6.5	-0.8	-0.1
EPS(지배지분순이익)	1,003	1,340	859	1,334	-14.4	-0.5

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23F	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2023F
<b>매출</b>	<b>51.8</b>	<b>58.3</b>	<b>56.8</b>	<b>54.6</b>	<b>41.9</b>	<b>44.0</b>	<b>48.3</b>	<b>50.3</b>	<b>221.6</b>	<b>184.4</b>	<b>203.2</b>
DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.1	20.9	23.8	24.3	104.1	88.1	103.9
DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	5.3	5.7	6.8	7.7	24.1	25.6	36.3
서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	11.5	12.8	14.7	14.4	66.2	53.5	60.1
기타	3.1	3.9	3.5	3.2	2.2	2.3	2.3	2.2	13.8	9.0	7.6
SSD 모듈 PCB	21.8	30.9	31.2	29.9	21.9	22.1	23.4	24.9	113.9	92.4	94.2
장비용 PCB/기타	1.2	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	3.6	3.9	5.1
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>10.0</b>	<b>12.0</b>	<b>7.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>38.5</b>	<b>9.7</b>	<b>15.2</b>
영업이익률	17.5%	17.2%	21.1%	13.6%	2.5%	3.0%	7.3%	7.6%	17.4%	5.3%	7.5%
<b>세전이익</b>	<b>9.3</b>	<b>10.2</b>	<b>13.7</b>	<b>5.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>4.2</b>	<b>3.4</b>	<b>38.3</b>	<b>10.2</b>	<b>15.8</b>
세전이익률	17.9%	17.4%	24.1%	9.3%	2.9%	3.3%	8.6%	6.7%	17.3%	5.5%	7.8
<b>순이익(지배)</b>	<b>7.7</b>	<b>8.4</b>	<b>11.3</b>	<b>3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>30.5</b>	<b>8.4</b>	<b>12.8</b>
순이익률	14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	2.4%	2.8%	7.1%	5.5%	13.8%	4.6%	6.3
<b>매출비중(%)</b>											
DRAM 모듈 PCB	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
DDR5 비중	55.7	45.7	43.4	43.7	45.6	47.5	49.4	48.3	47.0	47.8	51.2
SSD 모듈 PCB	16.8	9.0	8.8	9.4	12.7	13.0	14.1	15.3	10.9	13.9	17.9
장비용 PCB/기타	42.0	53.0	55.0	54.8	52.3	50.4	48.5	49.6	51.4	50.1	46.3
기타	2.2	1.3	1.6	1.6	2.1	2.2	2.1	2.1	1.6	2.1	2.5
<b>증감률(%YoY)</b>											
매출액	22.0	44.3	28.3	7.1	-19.2	-24.6	-15.0	-7.9	24.4	-16.8	10.2
영업이익	413.3	268.7	153.3	79.6	-88.6	-86.8	-70.4	-48.1	188.4	-74.7	56.0
세전이익	278.7	249.3	156.3	22.1	-87.1	-85.6	-69.6	-34.4	157.1	-73.4	55.3
당기순이익	282.4	247.2	175.9	-19.2	-87.2	-85.5	-69.4	-9.0	145.6	-72.3	51.5
<b>증감률(%QoQ)</b>											
매출액	1.7	12.5	-2.7	-3.8	-23.3	5.0	9.8	4.2			
영업이익	119.5	10.7	19.5	-38.2	-86.0	27.9	167.9	8.6			
세전이익	122.3	9.4	34.6	-62.7	-76.6	22.6	183.1	-19.4			
당기순이익	99.6	8.9	33.7	-72.2	-67.5	22.6	183.1	-19.4			

주: 서버용 DRAM은 DDR4 / 기타(PC용 DDR4 PCB 및 기타) / DDR5는 현재 PC 용으로 공급되고 있음

자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

표 2. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 전)

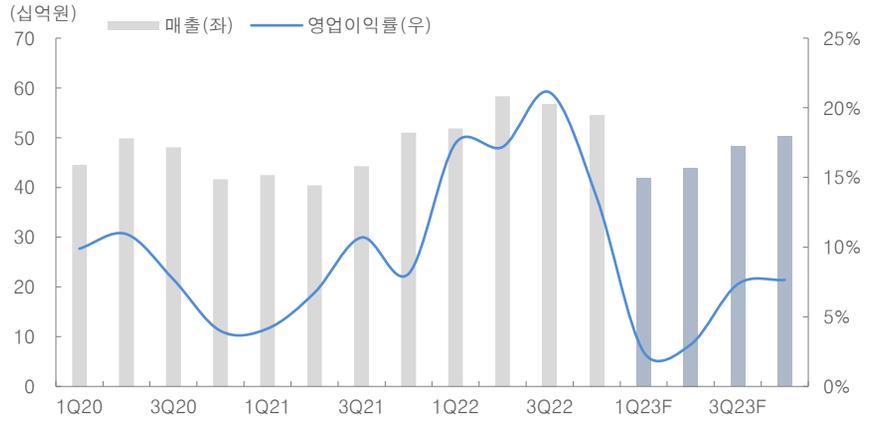
(단위: 십억원)

		1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23F	2QF	3QF	4QF	2021	2022	2023F
<b>매출</b>	<b>전체</b>	<b>51.8</b>	<b>58.3</b>	<b>56.8</b>	<b>54.6</b>	<b>41.6</b>	<b>43.7</b>	<b>48.0</b>	<b>50.0</b>	<b>178.2</b>	<b>221.6</b>	<b>183.4</b>
	DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.2	21.0	23.9	24.4	95.2	104.1	88.5
	DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	5.3	5.7	6.8	7.7	8.0	24.1	25.6
	서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	11.6	12.9	14.8	14.5	70.2	66.2	53.9
	기타	3.1	3.9	3.5	3.2	2.3	2.3	2.3	2.2	17.0	13.8	9.0
	SSD 모듈 PCB	21.8	30.9	31.2	29.9	21.6	21.8	23.0	24.5	78.4	113.9	90.9
	장비용 PCB/기타	1.2	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	4.5	3.6	3.9
<b>영업이익</b>	<b>전체</b>	<b>9.1</b>	<b>10.0</b>	<b>12.0</b>	<b>7.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>13.3</b>	<b>38.5</b>	<b>11.5</b>
영업이익률		17.5%	17.2%	21.1%	13.6%	4.0%	5.6%	7.3%	7.6%	7.5%	17.4%	6.3%
<b>세전이익</b>	<b>전체</b>	<b>9.3</b>	<b>10.2</b>	<b>13.7</b>	<b>5.1</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>14.9</b>	<b>38.2</b>	<b>11.9</b>
세전이익률		17.9%	17.4%	24.1%	9.3%	4.1%	5.7%	8.3%	7.4%	8.4%	17.3%	6.5%
<b>순이익(지배)</b>	<b>전체</b>	<b>7.7</b>	<b>8.4</b>	<b>11.3</b>	<b>3.1</b>	<b>1.4</b>	<b>2.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>12.4</b>	<b>30.6</b>	<b>9.9</b>
순이익률		14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	3.4%	4.7%	6.9%	6.1%	7.0%	13.8%	5.4%
<b>매출비중(%)</b>	<b>전체</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	DRAM 모듈 PCB	55.7	45.7	43.4	43.7	46.1	48.0	49.9	48.8	53.4	47.0	48.3
	DDR5 비중	16.8	9.0	8.8	9.4	12.8	13.1	14.2	15.4	4.5	10.9	13.9
	SSD 모듈 PCB	42.0	53.0	55.0	54.8	51.8	49.8	48.0	49.1	44.0	51.4	49.6
	장비용 PCB/기타	2.2	1.3	1.6	1.6	2.1	2.2	2.1	2.1	2.5	1.6	2.1
	<b>증감률(%y)</b>											
매출액		22.0	44.3	28.3	7.1	-19.7	-25.1	-15.5	-8.4	-3.2	24.4	-17.2
영업이익		413.3	268.7	153.3	79.6	-81.4	-75.4	-70.7	-48.4	-12.3	188.4	-70.1
세전이익		278.7	249.3	156.3	22.1	-81.5	-75.5	-70.8	-27.8	4.1	157.0	-68.9
당기순이익		282.4	247.2	175.9	-19.2	-81.5	-75.5	-70.6	-2.4	5.0	146.2	-67.7
<b>증감률(%QoQ)</b>												
매출액		1.7	12.5	-2.7	-3.8	-23.8	5.0	9.8	4.2			
영업이익		119.5	10.7	19.5	-38.2	-77.3	46.3	42.8	8.6			
세전이익		122.3	9.4	34.6	-62.7	-66.2	44.5	60.6	-7.8			
당기순이익		99.6	8.9	33.7	-72.2	-54.3	44.5	60.6	-7.8			

주: 서버용 DRAM은 DDR4 / 기타(PC용 DDR4 PCB 및 기타) / DDR5는 현재 PC용으로 공급되고 있음

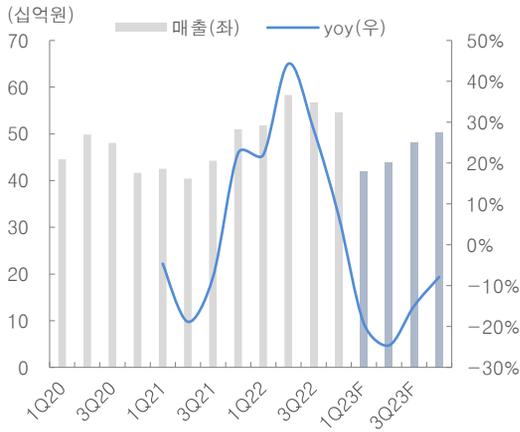
자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 영업이익률



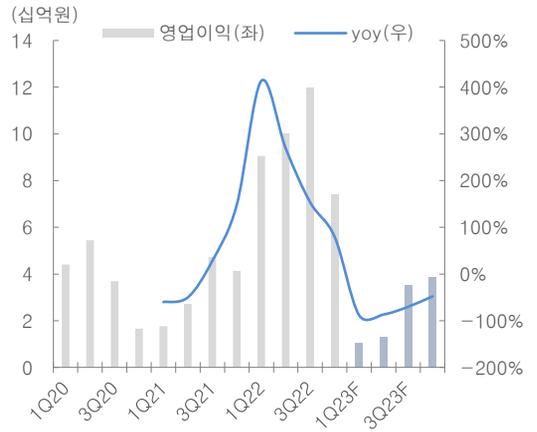
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

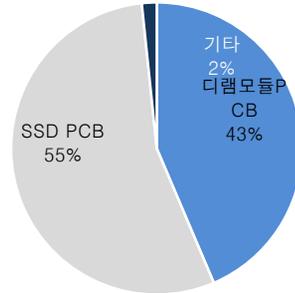
- 메모리 반도체향 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 장비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,649억원, 부채 526억원, 자본 1,123억원(2022년 12월 기준)

### 주가 변동요인

- DDR5 CPU 출시 및 DDR5 출하량
- SK 하이닉스 서버용 DRAM 출하량 및 SK 하이닉스, 삼성전자 SSD 출하량

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

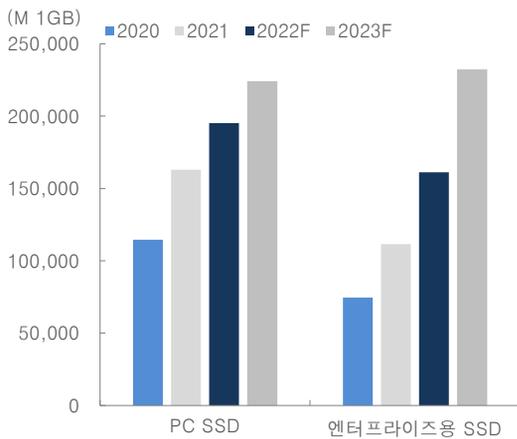
### 매출 비중



주: 2022년 4분기 연결 매출 기준  
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

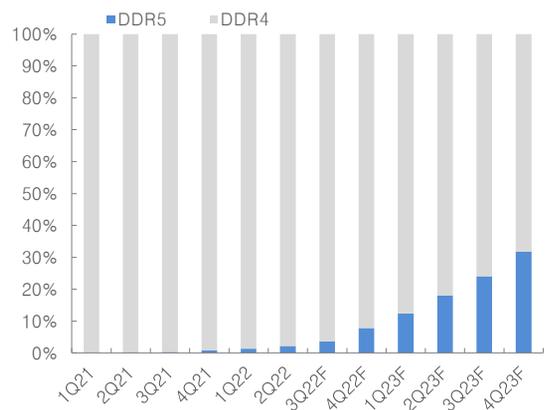
## 2. Earnings Driver

### 글로벌 SSD 수요 전망



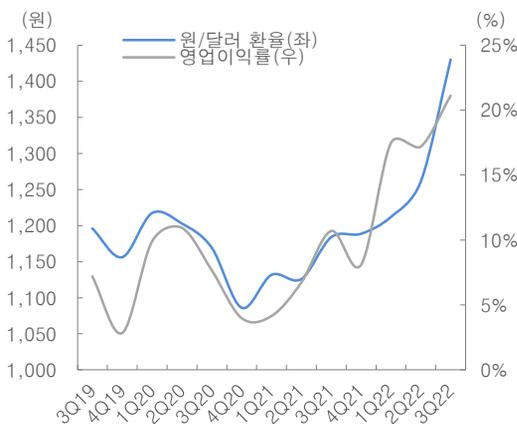
자료: IDC, 대신증권 Research Center

### DDR4, DDR5 비중 추이 전망



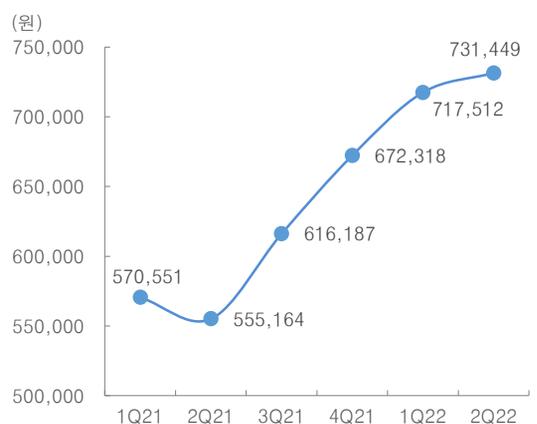
자료: IDC, 삼성전자, 대신증권 Research Center

### 원달러 vs. 영업이익률



자료: 대신증권 Research Center

### 평균공급단가(Blended ASP) 추이



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178	222	184	203	220
매출원가	155	175	163	176	191
매출총이익	23	47	21	27	29
판매비와관리비	10	8	11	12	12
영업이익	13	38	10	15	17
영업이익률	7.5	17.4	5.3	7.5	7.6
EBITDA	17	44	15	20	22
영업외손익	2	0	0	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	2	3	3	3	3
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	0	1	0	1
법인세비용차감전순손익	15	38	10	16	18
법인세비용	-2	-8	-2	-3	-3
계속사업순손익	12	31	8	13	15
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	31	8	13	15
당기순이익률	7.0	13.8	4.6	6.5	6.6
비배분순이익	0	0	0	0	0
지배분순이익	12	31	8	13	15
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	12	30	8	13	14
비배분포괄이익	0	0	0	0	0
지배분포괄이익	12	30	8	13	14

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,262	3,108	859	1,334	1,480
PER	16.1	6.0	22.1	14.2	12.8
BPS	8,465	11,424	11,982	13,016	14,196
PBR	2.4	1.6	1.6	1.5	1.3
EBITDAPS	1,772	4,448	1,486	2,025	2,251
EV/EBITDA	11.8	4.0	12.1	8.8	7.8
SPS	18,113	22,532	18,755	20,666	22,370
PSR	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8
CFPS	1,852	4,495	1,536	2,062	2,304
DPS	125	300	300	300	300

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-33	244	-168	102	82
영업이익 증가율	-11.7	187.5	-74.7	56.0	9.6
순이익 증가율	5.0	146.2	-72.4	55.3	11.0
수익성					
ROC	16.2	33.3	8.3	12.4	12.6
ROA	11.2	26.5	5.9	8.8	8.8
ROE	16.1	31.3	7.3	10.7	10.9
안정성					
부채비율	50.2	46.8	40.2	41.2	40.4
순차입금비율	6.0	-8.9	-9.1	-9.3	-9.6
이자보상배율	40.9	42.0	10.0	19.7	25.6

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	54	78	69	75	80
현금및현금성자산	14	31	29	31	33
매출채권 및 기타채권	13	20	17	19	20
재고자산	23	21	17	19	20
기타유동자산	3	6	6	6	6
비유동자산	71	87	96	106	116
유형자산	65	73	81	89	97
관계기업투자금	0	2	4	6	8
기타비유동자산	5	11	11	11	11
자산총계	125	165	165	181	196
유동부채	28	29	25	29	32
매입채무 및 기타채무	19	18	17	21	24
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	7	2	0	0	0
기타유동부채	2	8	8	8	8
비유동부채	14	24	23	24	24
차입금	13	24	22	24	24
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	0	0
부채총계	42	53	47	53	56
자배지분	83	112	118	128	140
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	33	31	31	31	31
이익잉여금	48	77	82	92	104
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	83	112	118	128	140
순차입금	5	-10	-11	-12	-13

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-1	35	17	18	19
당기순이익	12	31	8	13	15
비현금항목의 가감	6	14	7	7	8
감가상각비	4	5	5	5	5
외환손익	-1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	9	2	3	3
자산부채의 증감	-16	-6	4	0	-1
기타현금흐름	-3	-2	-2	-3	-3
투자활동 현금흐름	-8	-23	-13	-13	-15
투자자산	0	-2	-2	-2	-2
유형자산	-28	-19	-12	-13	-14
기타	19	-2	1	1	1
재무활동 현금흐름	3	4	-7	-2	-3
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	13	-1	1	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	-3	-3	-3
기타	-2	-8	-2	0	0
현금의 증감	-6	17	-3	2	2
기초 현금	20	14	31	29	31
기말 현금	14	31	29	31	33
NOPLAT	11	31	8	13	14
FCF	-13	17	1	5	5

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 티엘비(356860) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.04.11	23.02.15	22.11.18	22.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	24,000	30,000	27,500
과리율(평균%)		(27.02)	(34.42)	(31.58)
과리율(최대/최소%)		(20.67)	(21.83)	(21.09)

제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230408)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.8%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상