

2023. 4. 6



▲ 전기전자/IT부품장비
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (4.5)	18,220 원
상승여력	-
KOSDAQ	872.36pt
시가총액	1,792억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	62.34%
외국인비중	0.14%
52주 최고/최저가	24,725원/16,025원
평균거래대금	29.3억원
주요주주(%)	
백성현 외 10 인	37.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	6.2	5.8
상대주가	-1.7	-16.5	15.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	184.1	15.2	11.8	1,455		7,222	18.0	3.6	12.6	16.6	60.0
2021	178.1	13.4	12.4	1,262	-13.3	8,465	16.1	2.4	11.8	16.1	50.2
2022	221.6	38.5	30.6	3,108	146.2	11,424	6.0	1.6	4.0	31.3	46.8
2023E	188.8	15.4	12.8	1,296	-58.3	12,420	14.1	1.5	6.9	10.9	38.0
2024E	226.2	31.5	26.2	2,662	105.3	14,781	6.8	1.2	3.4	19.6	35.0

티엘비 356860

구조적 반등의 초입

- ✓ 1Q23 업황 부진에 따른 극심한 재고조정으로 인해 실적 부진은 불가피
- ✓ 다만 DDR5 매출 비중은 지속 확대 중 (4Q22 15% → 1Q23E 30% 예상)
- ✓ 하반기 구조적 반등의 핵심은 탈중국화와 인공지능(AI)의 확산
- ✓ 1) 글로벌 IT 기업들의 '탈중국' 흐름이 가속화됨에 따라 고객사 내 점진적인 점유율 확대가 이뤄질 전망 2) AI 서비스 확산에 따라 고성능, 고용량, 고효율 메모리를 대응할 수 있는 동사의 하이엔드용 메모리 모듈 PCB의 수주 확대 기대

1Q23 Preview: 최악의 국면 통과

1Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 9.0%, 42.3% 하회할 전망이다. 1,2월 업황 악화에 따라 극심한 재고조정을 경험했기 때문이다. 다만 하이엔드 제품 위주의 영업력 강화를 통해 흑자 기조는 유지될 전망이다. 고무적인 것은 점진적으로 DDR5 매출 비중이 확대되고 있다는 점이다. 4Q22 전체 매출 내 15%에 불과했던 DDR5의 매출 비중은 1Q23E 30%까지 확대될 전망이다. 작년과 달리 DDR5 매출의 대부분이 서버용이라는 점도 믹스 개선 측면에서 긍정적이다.

구조적 반등의 핵심은 탈중국화와 인공지능(AI)의 확산

2023년 연결 매출액은 1,888억원(-14.8% YoY), 영업이익 154억원(-59.9% YoY)을 예상한다. 상반기 실적 부진과 주요 제품의 공급단가 하락으로 전년대비 실적 둔화는 불가피할 전망이다. 다만 동사를 둘러싼 영업환경의 구조적인 반등이 예상된다. 핵심은 1) 탈중국화와 2) 인공지능(AI)의 확산이다. 글로벌 IT 기업들의 '탈중국' 흐름이 가속화됨에 따라 국내 메모리 고객사의 선택의 폭이 좁아지고 있다. 메모리 모듈 PCB 분야에서 기술적인 우위를 확보하고 있는 동사의 고객사 내 점유율 확대가 예상된다. 또한 챗GPT 효과로 인공지능(AI) 서비스 출시 속도가 빨라지고 있다. 이에 따라 빅테크 기업들의 데이터센터 투자 확대와 고성능, 고용량, 고효율 메모리 사용의 증가가 예상되는데, 이를 대응할 수 있는 동사의 하이엔드용 메모리 모듈 PCB의 수주 확대가 기대된다.

업황이 저점을 통과했기 때문에 추가적인 실적 감소는 제한적이다. 오히려 DDR5 스펙 상승에 따라 메모리 모듈 PCB에도 예상보다 빨리 신공법이 적용된다면, 하반기 추가적인 실적 업사이드가 열릴 가능성이 상존한다. 추가적인 측면에서 눈높이를 실적보다는 예상되는 구조적인 변화에 맞출 시점이라고 판단한다.

표1 티엘비 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	39.6	51.8	-23.5%	54.6	-27.4%	43.6	-9.0%
영업이익	1.8	9.1	적전	7.4	-76.2%	3.1	-42.3%
세전이익	1.7	9.3	적전	5.1	-65.9%	1.7	2.4%
지배주주 순이익	1.1	7.7	적전	3.1	-65.3%	1.4	-22.3%
영업이익률(%)	4.4%	17.5%		13.6%		7.0%	
지배주주 순이익률(%)	2.7%	14.9%		5.7%		3.2%	

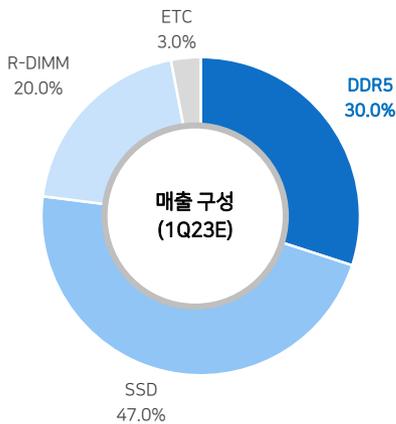
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	51.8	58.3	56.8	54.6	39.6	45.7	49.6	53.9	178.1	221.5	188.8
(% QoQ)	1.7%	12.6%	-2.7%	-3.8%	-27.4%	15.2%	8.6%	8.7%			
(% YoY)	22.2%	44.3%	28.2%	7.1%	-23.5%	-21.7%	-12.7%	-1.3%	-3.3%	24.4%	-14.8%
SSD	21.8	30.9	29.5	25.7	18.6	21.5	23.3	25.3	78.7	107.9	88.7
R-DIMM	17.1	17.5	15.9	18.0	7.9	8.2	7.4	5.4	70.6	68.5	29.0
ETC	4.7	4.7	4.5	2.7	1.2	1.4	1.5	1.6	20.4	16.6	5.7
DDR5	8.8	5.3	6.8	8.2	11.9	14.6	17.4	21.6	8.0	29.1	65.4
영업이익	9.1	10.0	12.0	7.4	1.8	3.5	4.5	5.6	13.4	38.5	15.4
(% QoQ)	119.9%	10.5%	19.7%	-38.2%	-76.2%	101.4%	28.2%	22.8%			
(% YoY)	413.7%	267.0%	151.4%	79.7%	-80.6%	-64.6%	-62.1%	-24.6%	-11.7%	187.5%	-59.9%
영업이익률 (%)	17.5	17.2	21.1	13.6	4.4	7.8	9.2	10.4	7.5	17.4	8.2
세전이익	9.3	10.2	13.7	5.1	1.7	3.5	4.5	5.6	14.9	38.2	15.4
지배주주순이익	7.7	8.4	11.3	3.1	1.1	2.9	3.9	4.9	12.4	30.6	12.7
지배주주순이익률(%)	14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	2.7%	6.3%	7.8%	9.1%	7.0%	13.8%	6.7%

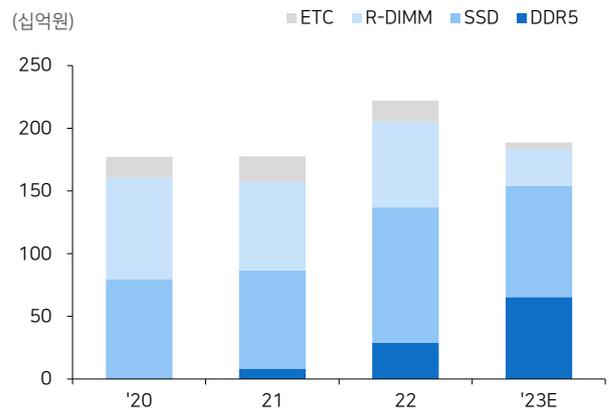
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 1Q23E 제품군별 매출 비중 추정



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 연도별 실적 추이 및 전망



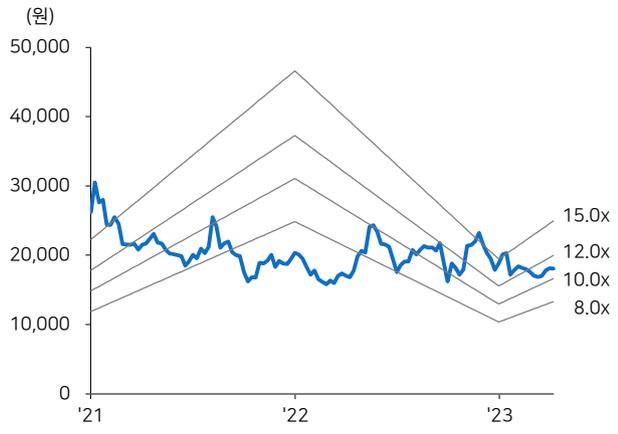
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 제품 현황



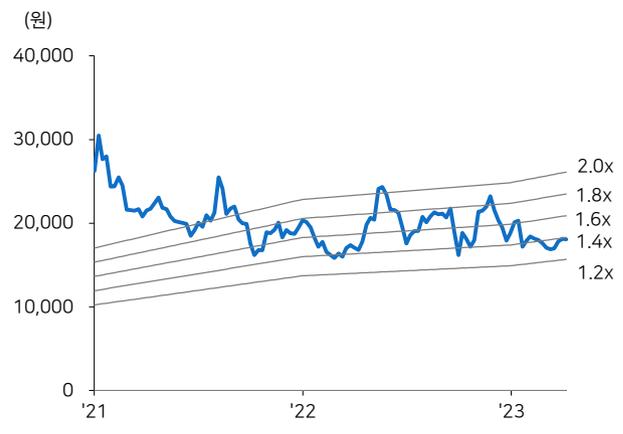
자료: 티엘비

그림4 티엘비 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 PER 밴드 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	184.1	178.1	221.6	188.8	226.2
매출액증가율 (%)		-3.3	24.4	-14.8	19.8
매출원가	160.2	155.0	174.6	163.7	182.1
매출총이익	23.9	23.1	46.9	25.1	44.1
판매관리비	8.8	9.7	8.5	9.7	12.6
영업이익	15.2	13.4	38.5	15.4	31.5
영업이익률	8.2	7.5	17.4	8.2	13.9
금융손익	-0.5	-0.1	-0.4	-0.1	0.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	1.6	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	14.3	14.9	38.2	15.4	31.9
법인세비용	2.5	2.5	7.7	2.6	5.7
당기순이익	11.8	12.4	30.6	12.7	26.2
지배주주지분 순이익	11.8	12.4	30.6	12.8	26.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	16.7	-0.5	35.4	21.4	28.8
당기순이익(손실)	11.8	12.4	30.6	12.7	26.2
유형자산상각비	3.5	3.9	5.2	6.3	5.2
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-1.3	-16.1	-6.4	2.3	-2.7
투자활동 현금흐름	-26.6	-8.3	-23.3	1.1	-1.3
유형자산의증가(CAPEX)	-5.7	-27.9	-19.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.8	1.7	-2.5	0.4	-0.4
재무활동 현금흐름	28.2	2.6	4.1	-5.3	-2.9
차입금의 증감	18.0	2.9	5.4	-2.3	0.1
자본의 증가	35.7	0.0	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.0	-5.6	16.7	17.3	24.6
기초현금	2.1	20.1	14.5	31.2	48.5
기말현금	20.1	14.5	31.2	48.5	73.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	66.4	54.5	78.3	88.7	121.2
현금및현금성자산	20.1	14.5	31.2	48.5	73.1
매출채권	6.6	13.0	19.1	16.3	19.5
재고자산	18.4	23.2	20.6	17.5	21.0
비유동자산	47.2	70.6	86.6	79.9	75.0
유형자산	41.0	65.2	73.4	67.1	61.9
무형자산	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
투자자산	1.8	0.2	2.4	2.1	2.5
자산총계	113.6	125.0	164.9	168.5	196.2
유동부채	26.4	28.0	28.7	22.5	26.9
매입채무	16.2	13.5	11.2	9.6	11.5
단기차입금	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.6	7.3	2.3	0.0	0.0
비유동부채	16.2	13.7	24.0	23.9	24.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.6	13.0	23.6	23.6	23.6
부채총계	42.6	41.8	52.6	46.4	50.9
자본금	2.5	2.5	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	33.2	33.2	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	0.0	-0.0	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	35.4	47.6	76.6	86.4	109.6
비지배주주지분	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
자본총계	71.0	83.2	112.3	122.1	145.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	22,673	18,113	22,532	19,203	23,004
EPS(지배주주)	1,455	1,262	3,108	1,296	2,662
CFPS	2,522	1,852	4,495	2,218	3,736
EBITDAPS	2,310	1,772	4,448	2,218	3,736
BPS	7,222	8,465	11,424	12,420	14,781
DPS	0	125	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	0.6	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	18.0	16.1	6.0	14.1	6.8
PCR	10.4	11.0	4.2	8.2	4.9
PSR	1.2	1.1	0.8	0.9	0.8
PBR	3.6	2.4	1.6	1.5	1.2
EBITDA	18.8	17.4	43.7	21.8	36.7
EV/EBITDA	12.6	11.8	4.0	6.9	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.6	16.1	31.3	10.9	19.6
EBITDA 이익률	10.2	9.8	19.7	11.5	16.2
부채비율	60.0	50.2	46.8	38.0	35.0
금융비용부담률	0.3	0.2	0.4	0.5	0.4
이자보상배율(x)	30.2	40.9	42.0	15.8	33.7
매출채권회전율(x)	28.1	18.3	13.8	10.7	12.6
재고자산회전율(x)	10.0	8.6	10.1	9.9	11.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율