

2024. 3. 6



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 30,000 원**현재주가 (3.5)** 25,150 원**상승여력** 19.3%

KOSDAQ 866.37pt

시가총액 2,473억원

발행주식수 983만주

유동주식비율 68.41%

외국인비중 2.25%

52주 최고/최저가 32,100원/16,130원

평균거래대금 90.2억원

주요주주(%)

백성현 외 9 인 30.60

한국증권금융 5.05

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.7 -2.9 47.5

상대주가 -1.4 3.3 36.6

주가그래프**티엘비** 356860**기술적 프리미엄 부각 기대**

- ✓ 4Q23 매출은 당사 추정치에 부합했으나 영업이익은 재고조정 비용 반영으로 부진
- ✓ 메모리모듈 PCB 관련 동사는 경쟁사들과 1년 이상의 기술적인 격차를 확보
- ✓ 이를 바탕으로 CXL 포함 고객사의 차세대 메모리 관련 모듈 PCB 개발 과제 선점
- ✓ 향후 상용화가 이뤄지는 구간에서 믹스 개선을 통한 실적 성장 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 30,000원 유지

흑자전환으로 마무리된 2023년

4Q23 매출액(481억원)은 당사 추정치에 부합했으나 영업이익(12억원)은 하회하였다. 감산 이후의 재고 비축 주문 확대로 SSD모듈향 매출 증가가 매출 회복을 견인하였다. DDR5향 매출은 3분기과 유사했으나 서버향 물량 비중이 소폭 확대된 것으로 파악된다. 다만 흑자전환에는 성공했으나 믹스 악화와 재고조정 비용 반영으로 매출 증가 대비 이익은 부진하였다.

CXL에서 입증될 동사 기술력의 가치

동사는 다수의 PCB 업체들과 달리 메모리모듈 PCB만을 주력 사업으로 영위하고 있다. 이를 바탕으로 경쟁사들과 1년 이상의 기술적인 격차를 확보하는데 성공, 다수 고객사의 차세대 메모리 관련 모듈PCB 개발 과제를 진행 중인 것으로 파악된다. 최근 주목 받는 CXL도 마찬가지이다. 기술적인 우위를 바탕으로 현재 대중적으로 알려진 10개의 CXL 모델 중 8개의 모델에 동사 제품이 단독으로 납품될 예정이다. 구체적인 상용화 시점이 정해지진 않았으나 상반기내 인텔의 CXL2.0지원 CPU 출시가 예상되는 만큼 연내 상용화 가능성이 높다고 판단한다. 통상적으로 PCB는 면적/두께/층수가 높아질수록 고마진 제품이다. 현재 CXL향 모듈 PCB는 16~18층으로 샘플 제작이 이뤄지고, 차세대 제품은 24층 이상으로 개발이 이뤄지는 만큼 시장 확대에 따른 믹스 개선 효과가 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 30,000원 유지

기대했던 고마진 제품의 실적 반영 시기가 늦춰진 점을 반영, 실적 전망치는 하향 조정하나 Target Multiple을 22.1배('21~'23년 저점 평균 멀티플)로 상향해 적정주가 30,000원을 유지한다. 통상적인 기술 진보 과정에서, 하드웨어 업체에게 낙수 효과가 먼저 발생되었다는 점을 주목할 필요가 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2023P	171.3	3.1	2.6	259	-91.7	11,384	118.0	2.7	28.8	2.3	39.6
2024E	199.5	12.6	11.5	1,171	352.3	12,257	21.5	2.1	11.4	9.9	39.6
2025E	231.6	23.2	19.8	2,010	71.7	13,969	12.5	1.8	6.7	15.3	37.5

표1 티엘비 4Q23 Review

(십억원)	4Q23P	4Q23	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	48.1	54.6	-11.9%	39.3	22.4%	43.6	10.3%	47.9	0.4%
영업이익	1.2	7.4	-83.8%	-1.2	nm	2.9	-57.9%	2.4	-50.0%
세전이익	0.6	5.1	-88.8%	-1.1	nm	1.5	-62.1%	2.0	-71.5%
순이익	0.5	3.1	-82.6%	-1.0	nm	1.3	-58.1%	1.8	-69.8%
영업이익률(%)	2.5%	13.6%		-2.9%		6.5%		5.0%	
순이익률(%)	1.1%	5.7%		-2.7%		3.0%		3.8%	

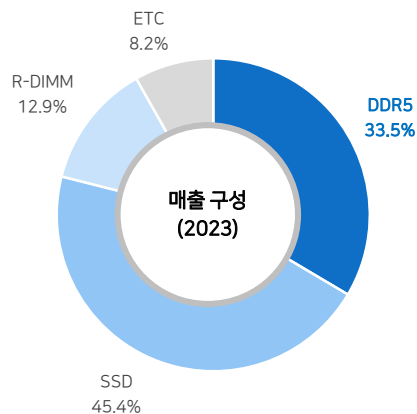
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
환율	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,300	1,310	1,315	1,290	1,306	1,313
매출액	41.5	42.4	39.3	48.1	46.2	48.4	51.1	53.8	221.5	171.3	199.5
(% QoQ)	-24.0%	2.2%	-7.3%	22.4%	-3.9%	4.6%	5.8%	5.2%			
(% YoY)	-20.0%	-27.3%	-30.8%	-11.9%	11.5%	14.1%	30.1%	11.8%	24.4%	-22.7%	16.5%
SSD	21.2	18.2	16.1	22.3	19.3	19.3	19.9	20.9	107.9	77.8	0.0
R-DIMM	7.9	5.9	3.9	4.3	3.7	3.4	3.0	2.7	68.5	22.0	0.0
ETC	2.9	3.0	2.8	5.4	4.7	4.9	5.2	5.5	16.6	14.0	0.0
DDR5	9.5	15.3	16.5	16.1	18.5	20.8	23.0	24.7	29.1	57.4	0.0
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.2	1.6	2.6	3.9	4.5	38.5	3.1	12.6
(% QoQ)	-79.2%	-2.1%	-176.6%	-203.7%	32.5%	61.5%	51.5%	16.8%			
(% YoY)	-83.0%	-84.9%	-109.7%	-83.8%	3.0%	69.9%	-436.2%	278.5%	187.5%	-91.9%	306.4%
영업이익률 (%)	3.7	3.6	-2.9	2.5	3.4	5.3	7.6	8.4	17.4	1.8	6.3
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	2.0	3.0	4.3	4.9	38.2	3.3	14.1
지배주주순이익	1.8	1.2	-1.0	0.5	1.3	2.3	3.6	4.3	30.6	2.5	11.5
지배주주순이익률(%)	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	2.9%	4.8%	7.1%	7.9%	13.8%	1.5%	5.8%

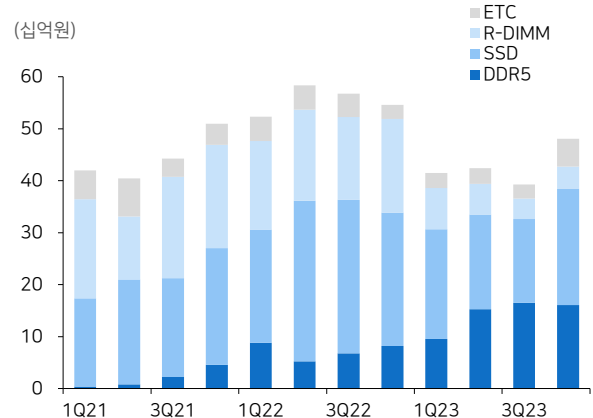
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 2023년 기준 제품군별 매출 비중 추정



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기별 실적 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,348	12MF EPS
적정배수 (배)	22.1	컨센서스 기준 '20~'23년 저점 평균 멀티플
적정가치	29,811	
적정주가	30,000	
현재주가	25,150	
상승여력 (%)	19.3%	

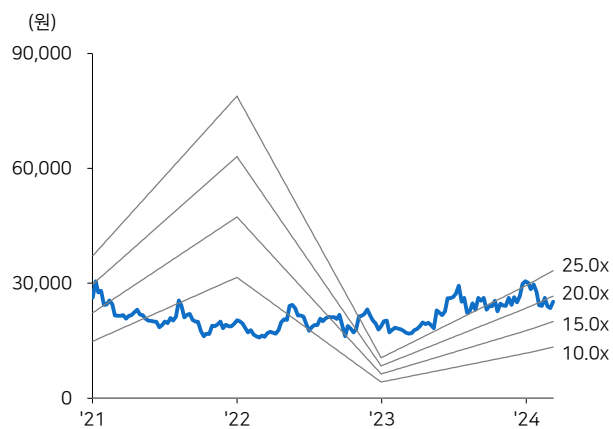
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 밸류에이션 테이블

	2021	2022	2023P	2024E
주가 (원)				
High	72,000	50,000	30,550	
Low	30,600	17,500	16,130	
Average	42,286	36,204	22,473	
확정치 기준 PER (배)				
High	57.0	16.1	118.0	
Low	24.2	5.6	62.3	
Average	33.5	11.7	86.8	
EPS (원)	1,262	3,108	259	1,171
EPS Growth (%)	-13.3	146.2	-91.7	352.3
컨센서스 기준 PER				
High	54.8	13.9	72.4	
Low	23.3	4.9	38.2	
Average	32.2	10.0	53.3	
EPS (원)	1,315	3,607	422	783
EPS growth (%)	-9.6	185.8	-86.4	202.5

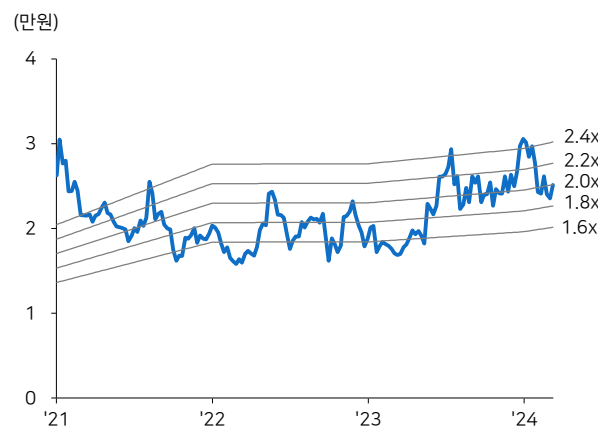
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	178.1	221.6	171.3	199.5	231.6
매출액증가율 (%)	-3.3	24.4	-22.7	16.5	16.1
매출원가	155.0	174.6	158.4	176.5	195.8
매출총이익	23.1	46.9	12.9	23.0	35.8
판매비와관리비	9.7	8.5	9.9	10.4	12.6
영업이익	13.4	38.5	3.1	12.6	23.2
영업이익률 (%)	7.5	17.4	1.8	6.3	10.0
금융수익	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.0
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	0.2	0.4	1.7	1.6
세전계속사업이익	14.9	38.2	3.3	14.1	24.8
법인세비용	2.5	7.7	0.7	2.6	5.0
당기순이익	12.4	30.6	2.5	11.5	19.8
지배주주지분 순이익	12.4	30.6	2.6	11.5	19.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-0.5	35.4	12.4	15.2	25.3
당기순이익(손실)	12.4	30.6	2.5	11.5	19.8
유형자산감가상각비	3.9	5.2	6.8	7.3	9.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-16.1	-6.4	3.6	-2.0	-2.3
투자활동 현금흐름	-8.3	-23.3	-2.7	-9.3	-14.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-27.9	-19.0	-5.0	-10.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	1.7	-2.5	0.6	-0.3	-0.4
재무활동 현금흐름	2.6	4.1	-5.3	-2.9	-2.9
차입금증감	2.9	5.4	-2.4	0.0	0.1
자본의증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-5.6	16.7	4.4	3.0	7.9
기초현금	20.1	14.5	31.2	35.6	38.6
기말현금	14.5	31.2	35.6	38.6	46.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	54.5	78.3	72.0	81.1	95.8
현금및현금성자산	14.5	31.2	35.5	38.6	46.5
매출채권	13.0	19.1	14.8	17.2	20.0
재고자산	23.2	20.6	15.9	18.5	21.5
비유동자산	70.6	86.6	84.2	87.1	93.1
유형자산	65.2	73.4	71.6	74.3	80.0
무형자산	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
투자자산	0.2	2.4	1.9	2.2	2.5
자산총계	125.0	164.9	156.2	168.2	188.9
유동부채	28.0	28.7	20.4	23.8	27.6
매입채무	13.5	11.2	8.7	10.1	11.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	7.3	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	24.0	23.9	23.9	24.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.0	23.6	23.6	23.6	23.6
부채총계	41.8	52.6	44.3	47.7	51.5
자본금	2.5	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	33.2	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	47.6	76.6	76.2	84.8	101.6
비지배주주지분	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
자본총계	83.2	112.3	111.9	120.5	137.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,113	22,532	17,421	20,293	23,552
EPS(지배주주)	1,262	3,108	259	1,171	2,010
CFPS	1,852	4,495	989	2,030	3,313
EBITDAPS	1,772	4,448	1,007	2,030	3,313
BPS	8,465	11,424	11,384	12,257	13,969
DPS	125	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.6	1.6	1.0	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	16.1	6.0	118.0	21.5	12.5
PCR	11.0	4.2	30.9	12.4	7.6
PSR	1.1	0.8	1.8	1.2	1.1
PBR	2.4	1.6	2.7	2.1	1.8
EBITDA	17.4	43.7	9.9	20.0	32.6
EV/EBITDA	11.8	4.0	28.8	11.4	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.1	31.3	2.3	9.9	15.3
EBITDA 이익률	9.8	19.7	5.8	10.0	14.1
부채비율	50.2	46.8	39.6	39.6	37.5
금융비용부담률	0.2	0.4	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	40.9	42.0	3.1	13.5	24.8
매출채권회전율(x)	18.3	13.8	10.1	12.5	12.4
재고자산회전율(x)	8.6	10.1	9.4	11.6	11.6

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

