

2024. 4. 18



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **33,000 원**

현재주가 (4.17) **27,350 원**

상승여력 **20.7%**

KOSDAQ	833.03pt
시가총액	2,689억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	68.41%
외국인비중	1.37%
52주 최고/최저가	32,100원/18,250원
평균거래대금	152.9억원

주요주주(%)	
백성현 외 9 인	30.60
한국증권금융	5.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	7.5	36.1
상대주가	7.9	5.8	48.6

주가그래프



티엘비 356860

믹스 개선 가시성 확보 완료

- ✓ 1Q24 실적은 전분기 대비 부진하나 2Q24부터 계단식 실적 상승 전망
- ✓ 업황 회복을 통한 분기 가동률 상승과 동시에 믹스 개선의 가시성에 주목
- ✓ 믹스 개선의 당위성 ① MCR DIMM ② AI 서버용 SSD ③ CXL
- ✓ 3가지 제품 모두 경쟁사들과 1년 이상의 기술적인 격차를 확보하는데 성공했기 때문에, 2H24 ~ 2025년 믹스 개선의 가시성이 매우 높다고 판단
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 33,000원으로 +10.0% 상향 제시

DDR5(MCR-DIMM) + 고사양 e-SSD + CXL = 믹스 개선의 가시성 ↑

투자의견 Buy를 유지하고, 2025년 EPS 상향 조정(+8.8%)과 12개월 선행 EPS에서 2025년 비중이 확대되는 점을 반영해 적정주가를 33,000원으로 +10.0% 상향한다. 업황 회복을 통한 가동률 상승과 높은 믹스 개선의 가시성에 주목할 필요가 있다.

1) 당사는 주력 고객사인 SK하이닉스의 서버용 초고속 MCR DIMM 개발에 단독으로 참여했다. 서버용 DDR5용 기판의 경우 아직 노멀 타입의 기판이 탑재됨에 따라 낮은 ASP가 유지되고 있으나 MCR DIMM 본격 양산이 시작되면 과거 1~3층 스킵 비아 기판 수준의 ASP 상승이 예상된다. 2) 당사는 국내 메모리 반도체 양사 내 SSD 기판 점유율 1위를 유지하고 있고, 데이터센터용으로 나가는 e-SSD 매출 비중이 높은 것으로 파악된다. 또한 SSD 내 기술적 우위를 바탕으로 기존보다 고층수인 AI 서버용 SSD 모듈 PCB 쿨 통과에 성공했으며, 단독 공급을 준비 중이다. 3) CXL용 제품 양산 준비도 차질 없이 진행 중이다. 인텔의 2분기 내 CXL 2.0을 지원하는 제온6 프로세서를 출시와 함께 본격적인 시장 개화를 예상한다. 3가지 제품 모두 경쟁사들과 1년 안팎의 기술적 격차를 확보했기 때문에, 올해 믹스 개선의 가시성이 매우 높다고 판단한다.

2Q24부터 계단식 실적 상승 예상

1Q24 매출액(463억원)과 영업이익(11억원) 모두 전분기 대비 소폭 감소할 전망이다. 작년 4분기와 수주 흐름은 유사했으나 중국 춘절, 국내 설날 등 근무일수 감소의 영향이다. 아직까지는 12월에 진행된 CR 이후 믹스 개선도 제한적인 상황이다. 고무적인 부분은 4월에 진입하면서 수주 흐름이 개선된 것으로 파악된다. 환율 영향도 긍정적이다. 당사의 매출 내 수출 비중이 95%임에 주목할 필요가 있다. 1분기 이후 가동률 상승 및 믹스개선을 통한 QoQ 지속적인 성장이 가능한 상황이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	221.6	38.5	30.6	3,108	146.2	11,424	6.0	1.6	4.0	31.3	46.8
2023	171.3	3.0	2.5	256	-91.8	11,213	119.5	2.7	34.6	2.3	56.5
2024E	199.9	12.9	11.1	1,128	340.9	12,142	24.3	2.3	13.9	9.7	46.5
2025E	231.0	25.2	21.5	2,187	94.0	14,130	12.5	1.9	8.0	16.7	42.7
2026E	250.7	30.4	26.0	2,642	20.8	16,574	10.4	1.7	6.4	17.2	37.9

표1 티엘비 1Q24E Preview

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	46.3	41.5	11.6%	48.1	-3.8%	45.8	1.0%
영업이익	1.1	1.5	-26.3%	1.1	-0.9%	1.4	-15.7%
세전이익	1.3	2.3	-43.6%	0.6	126.7%	1.7	-21.3%
지배주주 순이익	0.7	1.8	-63.4%	0.5	31.3%	1.2	-43.8%
영업이익률(%)	2.5%	3.7%		2.4%		2.9%	
지배주주 순이익률(%)	1.5%	4.4%		1.1%		2.6%	

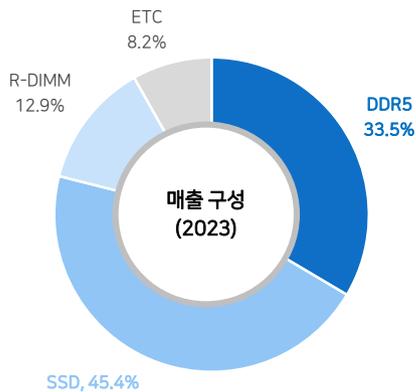
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,360	1,320	1,340	1,290	1,306	1,337
매출액	41.5	42.4	39.3	48.1	46.3	48.9	51.0	53.7	221.5	171.3	199.9
(% QoQ)	-24.0%	2.2%	-7.3%	22.4%	-3.8%	5.7%	4.4%	5.2%			
(% YoY)	-20.0%	-27.3%	-30.8%	-11.9%	11.6%	15.3%	29.8%	11.7%	24.4%	-22.7%	16.7%
SSD	21.2	18.2	16.1	22.3	22.9	23.5	23.8	24.2	107.9	77.8	94.4
R-DIMM	7.9	5.9	3.9	4.3	3.7	3.4	3.3	3.2	68.5	22.0	13.5
ETC	2.9	3.0	2.8	5.4	3.2	3.4	3.6	3.8	16.6	14.0	14.0
DDR5	9.5	15.3	16.5	16.1	16.4	18.6	20.4	22.6	29.1	57.4	78.0
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.1	1.1	2.5	4.2	5.1	38.5	3.0	12.9
(% QoQ)	-79.2%	-2.1%	-176.6%	-199.2%	-0.9%	121.9%	64.6%	22.9%			
(% YoY)	-83.0%	-84.9%	-109.7%	-84.5%	-26.3%	67.1%	-459.2%	345.1%	187.5%	-92.1%	324.5%
영업이익률 (%)	3.7%	3.6%	-2.9%	2.4%	2.5%	5.2%	8.1%	9.5%	17.4%	1.8%	6.5%
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	1.3	2.7	4.3	5.3	38.2	3.3	13.6
지배주주순이익	1.8	1.2	-1.0	0.5	0.7	2.1	3.7	4.7	30.6	2.5	11.1
지배주주순이익률(%)	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	1.5%	4.2%	7.2%	8.7%	13.8%	1.5%	5.5%

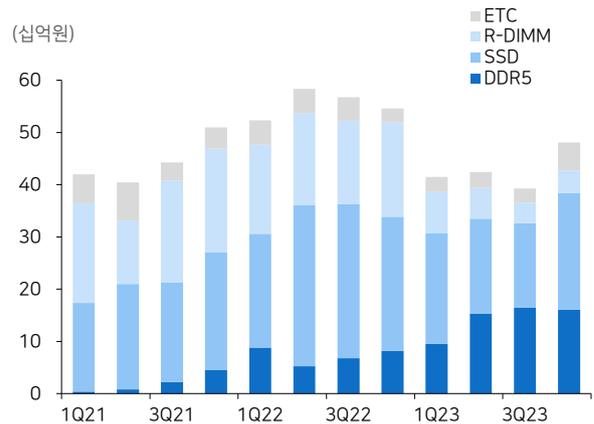
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 2023년 기준 제품군별 매출 비중



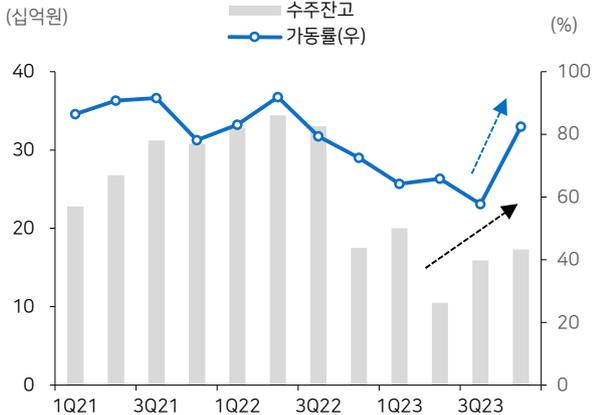
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기별 실적 추이



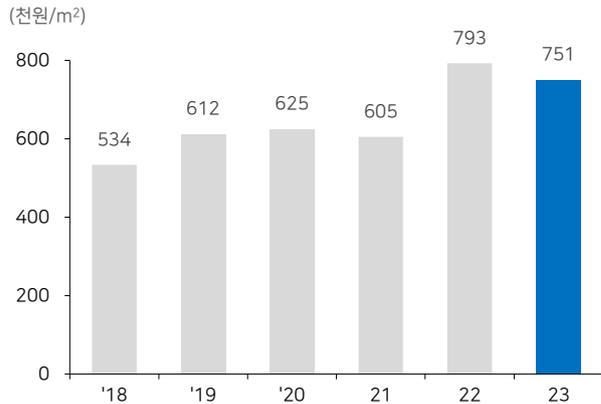
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 수주잔고 및 가동률 추이



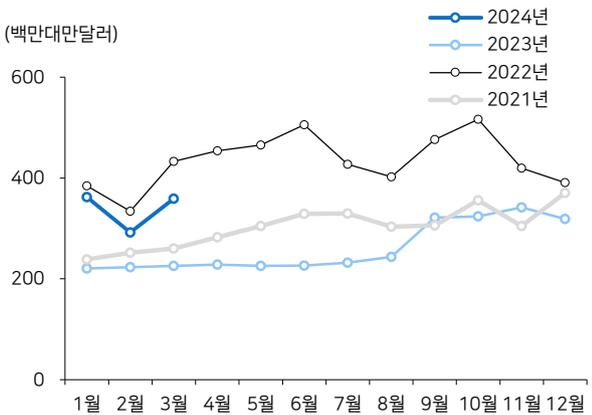
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연도별 티엘비 ASP 비교 (높은 수준 유지 중)



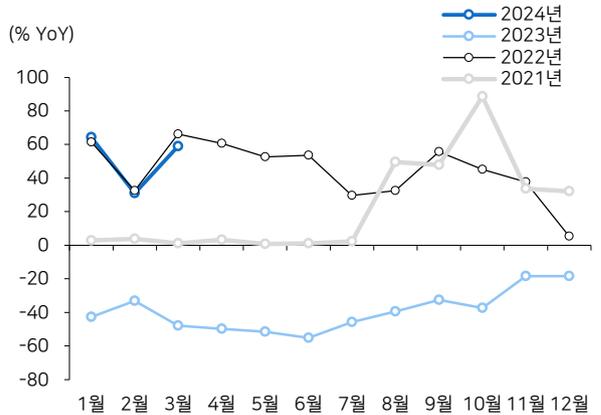
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Aspeed 월별 매출액 추이



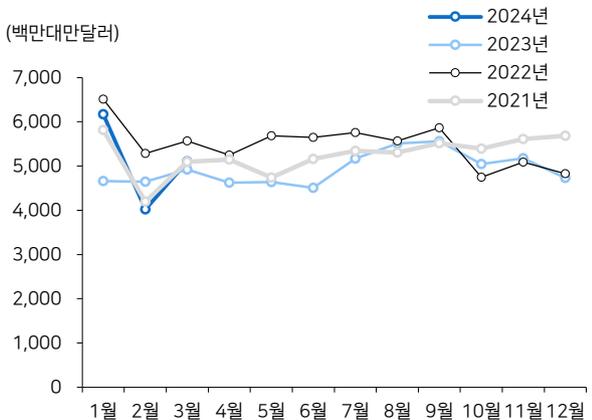
주: Aspeed는 서버용 베이스보드 관리 컨트롤러 공급업체
 자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Aspeed YoY 성장률 비교



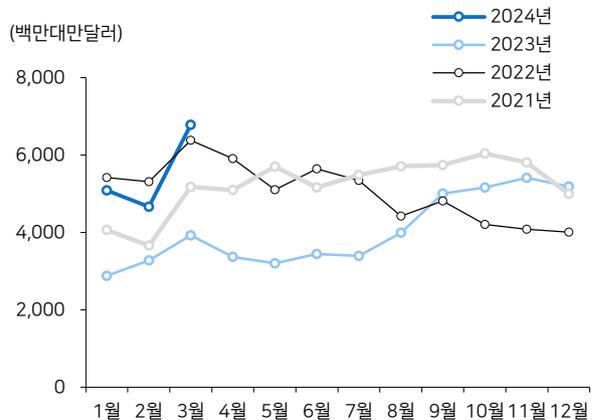
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Tripod 월별 매출액 추이 (티엘비 Peer)



주: Tripod 매출 내 SSD 포함한 메모리모듈용 PCB 비중 약 20% 전후
 자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Phison 월별 매출액 추이



주: Phison은 낸드 플래시 컨트롤러 및 모듈 공급업체
 자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,474	12MF EPS
적정배수 (배)	22.1	컨센서스 기준 '21~'23년 저점 평균 멀티플
적정가치	32,568	
적정주가	33,000	
현재주가	27,350	
상승여력 (%)	20.7%	

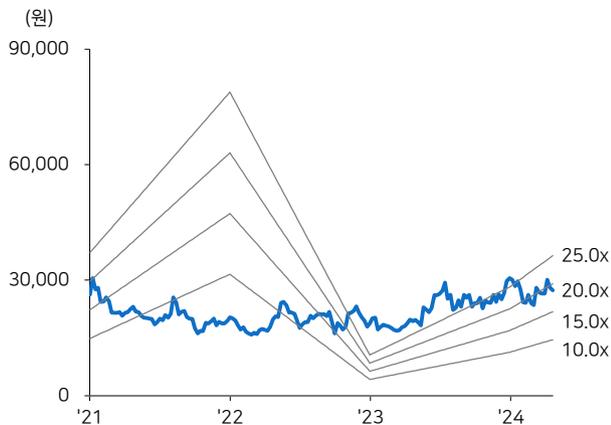
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 밸류에이션 테이블

	2021	2022	2023	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	1,128
EPS Growth (%)	-13.3	146.2	-91.7	340.9
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	963
EPS growth (%)	-9.6	185.8	-86.4	276.5

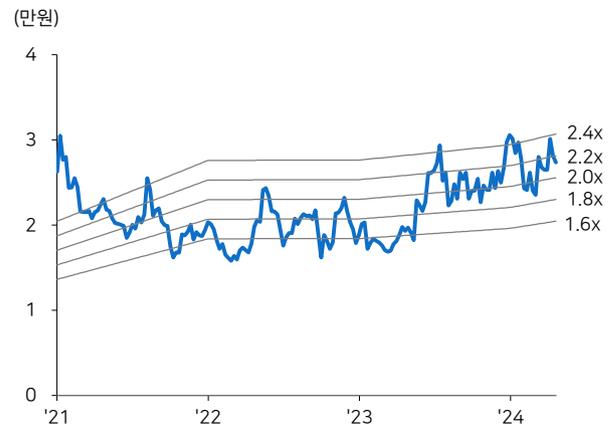
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	221.6	171.3	199.9	231.0	250.7
매출액증가율(%)	24.4	-22.7	16.7	15.5	8.5
매출원가	174.6	160.0	176.5	193.1	207.4
매출총이익	46.9	11.4	23.4	37.9	43.3
판매관리비	8.5	8.3	10.5	12.7	12.9
영업이익	38.5	3.0	12.9	25.2	30.4
영업이익률(%)	17.4	1.8	6.5	10.9	12.1
금융손익	-0.4	-0.3	-0.7	-0.5	-0.0
중속/관계기업손익	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.5	1.4	2.3	2.3
세계계속사업이익	38.2	3.3	13.6	27.0	32.7
법인세비용	7.7	0.8	2.5	5.6	6.8
당기순이익	30.6	2.5	11.1	21.5	25.9
지배주주지분 순이익	30.6	2.5	11.1	21.5	26.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	35.4	-1.5	13.2	24.1	30.3
당기순이익(손실)	30.6	2.5	11.1	21.5	25.9
유형자산상각비	5.2	6.0	7.5	9.3	9.4
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-6.4	-4.9	-4.1	-4.5	-2.8
투자활동 현금흐름	-23.3	-29.8	-10.8	-15.1	-9.2
유형자산의증가(CAPEX)	-19.0	-25.0	-10.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	0.4	-0.4	-0.4	-0.2
재무활동 현금흐름	4.1	11.1	-12.2	-1.9	-1.9
차입금의 증감	5.4	15.6	-10.2	0.1	0.1
자본의 증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.7	-19.7	-9.8	7.2	19.2
기초현금	14.5	31.2	11.5	1.7	8.9
기말현금	31.2	11.5	1.7	8.9	28.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	78.3	67.5	67.1	84.5	110.2
현금및현금성자산	31.2	11.5	1.7	8.9	28.1
매출채권	19.1	21.9	25.6	29.5	32.1
재고자산	20.6	20.6	24.1	27.8	30.2
비유동자산	86.6	105.0	107.7	113.6	114.3
유형자산	73.4	91.1	93.6	99.3	99.9
무형자산	0.5	0.7	0.5	0.4	0.2
투자자산	2.4	2.1	2.4	2.8	3.1
자산총계	164.9	172.6	174.8	198.1	224.5
유동부채	28.7	35.4	28.4	32.1	34.4
매입채무	11.2	13.2	15.5	17.9	19.4
단기차입금	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0
유동성장기부채	2.3	10.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	24.0	27.0	27.1	27.2	27.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	23.6	26.0	26.0	26.0	26.0
부채총계	52.6	62.3	55.5	59.2	61.6
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	76.6	75.9	85.0	104.5	128.6
비지배주주지분	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
자본총계	112.3	110.2	119.4	138.9	162.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,532	17,422	20,332	23,493	25,499
EPS(지배주주)	3,108	256	1,128	2,187	2,642
CFPS	4,495	1,208	2,095	3,529	4,064
EBITDAPS	4,448	939	2,095	3,529	4,064
BPS	11,424	11,213	12,142	14,130	16,574
DPS	300	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	119.5	24.3	12.5	10.4
PCR	4.2	25.3	13.1	7.7	6.7
PSR	0.8	1.8	1.3	1.2	1.1
PBR	1.6	2.7	2.3	1.9	1.7
EBITDA(십억원)	43.7	9.2	20.6	34.7	40.0
EV/EBITDA	4.0	34.6	13.9	8.0	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.3	2.3	9.7	16.7	17.2
EBITDA 이익률	19.7	5.4	10.3	15.0	15.9
부채비율	46.8	56.5	46.5	42.7	37.9
금융비용부담률	0.4	0.7	0.7	0.5	0.5
이자보상배율(x)	42.0	2.4	9.4	21.2	25.5
매출채권회전율(x)	13.8	8.3	8.4	8.4	8.1
재고자산회전율(x)	10.1	8.3	8.9	8.9	8.6

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

