

2024. 8. 16



▲ 전기전자/IT부품

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	27,000 원
현재주가 (8.14)	16,060 원
상승여력	68.1%
KOSDAQ	776.83pt
시가총액	1,579억원
발행주식수	983만주
유통주식비율	68.41%
외국인비중	2.83%
52주 최고/최저가	32,100원/14,600원
평균거래대금	34.5억원
주요주주(%)	
백성현 외 9 인	30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-26.8	-38.0	-30.9
상대주가	-19.9	-31.9	-19.8

주가그래프



티엘비 356860

어려운 업황에도 믹스 개선 지속

- ✓ 2Q24 연결 실적은 매출 부진 지속 및 베트남 투자 비용 반영으로 적자 기록
- ✓ 다만 별도 기준으로는 믹스개선 효과로 매출 감소에도 영업이익률 개선 지속
- ✓ 하반기에도 CXL 초도양산 시작 등 추가적인 제품 믹스개선 예상
- ✓ 5월 8일 고점 대비 약 -48.4% 하락한 동사 현 주가에서는 하반기부터 기대되는 업황 회복 및 실적 개선을 기회로 활용할 시점이라고 판단

2Q24 Review: 별도 기준으로 보면 경쟁력은 입증

2Q24 연결 실적은 매출액 395억원(-6.9% YoY), 영업적자 -0.6억원으로 시장 컨센서스(영업이익 11억원)를 하회했다. 주 고객사들의 HBM 집중 출하 전략으로 매출액이 감소했고, 베트남 투자 관련 일회성 비용이 1분기에 이어 지속 반영되고 있기 때문이다. 연결 실적은 아쉬우나 별도 기준으로는 매출 감소에도 영업이익률이 1Q24 0.5% → 2Q24 2.2%로 개선, 믹스개선 효과가 부각되고 있다. 주 고객사 내 미드-하이엔드급 기판 점유율 증가와 동시에 북미 메모리 고객사향 물량 증가로 Blended ASP는 두 자릿수 이상 상승한 것으로 파악된다.

CXL 초도양산 등 믹스개선 지속, 흑자전환 예상

3Q24E 매출액 444원(+12.9% YoY), 영업이익 18억원(흑전 YoY)을 전망한다. 부진한 업황에도 지속적인 ASP 상승을 기록, 하이엔드 모듈PCB에서의 티엘비의 점유율이 지속 확대되고 있다. 하반기는 CXL 초도양산 시작 등 추가적인 제품 믹스개선이 예상된다. 또한 동사의 매출 비중이 높은 서버 수요의 회복(그림5~8)을 통한 상저하고의 가동률 상승이 기대된다. 베트남 투자 관련 일회성 비용이 지속 반영되고 있다는 점은 아쉬우나 3분기에는 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 27,000원 제시

기판 업체가 자체적으로 업황 부진을 벗어나긴 어렵다. 하이엔드 PCB로의 믹스개선과 동시에 물량 회복을 통한 가파른 실적 성장을 기대했으나, 지속적인 실적 부진을 기록하고 있다는 점은 아쉽다. 실적 전망치 하향과 Target Multiple 조정(27.1배 → 18.1배)을 반영, 적정주가 27,000원을 제시한다. 다만 5월 8일 고점 대비 약 -48.4% 하락한 동사 주가는 시장의 실망감이 대부분 반영된 것으로 파악된다. 12MF PER 11.6배(상장 후 평균 12MF PER 22.2배)의 현 주가에서는 하반기부터 기대되는 업황 회복 및 실적 개선을 기회로 활용할 수 있는 시점이라고 판단한다.

(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	175.5	3.7	6.9	697	172.7	11,711	23.0	1.4	16.8	6.1	50.0
2025E	228.7	18.3	17.6	1,785	156.0	13,298	9.0	1.2	6.5	14.3	48.9
2026E	247.9	22.8	21.2	2,156	20.8	15,255	7.4	1.1	5.1	15.1	40.9

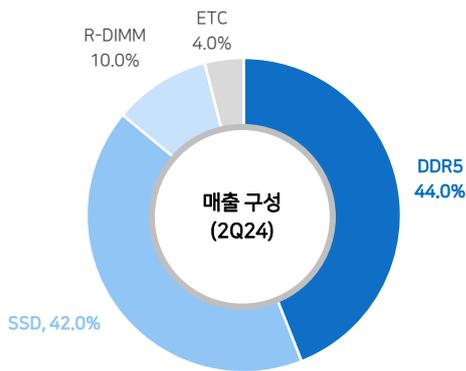
(십억원)	2Q24	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	39.5	42.4	-6.9%	44.2	-10.8%	47.0	-15.9%	48.2	-18.1%
영업이익	-0.1	1.5	nm	-0.3	nm	1.1	nm	1.4	nm
세전이익	1.2	1.5	-22.9%	0.5	149.0%	1.6	-23.8%	1.3	-12.2%
순이익	1.1	1.2	-6.4%	0.2	398.6%	1.2	-6.0%	0.9	23.8%
영업이익률(%)	-0.2%	3.6%		-0.6%		2.2%		2.9%	
순이익률(%)	2.9%	2.8%		0.5%		2.6%		1.9%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,370	1,374	1,375	1,290	1,306	1,362
매출액	41.5	42.4	39.3	48.1	44.2	39.5	44.4	47.4	221.5	171.3	175.5
(% QoQ)	-24.0%	2.2%	-7.3%	22.4%	-8.0%	-10.8%	12.4%	6.8%			
(% YoY)	-20.0%	-27.3%	-30.8%	-11.9%	6.7%	-6.9%	12.9%	-1.4%	24.4%	-22.7%	2.5%
SSD	21.2	18.2	16.1	22.3	20.6	16.6	21.7	22.8	107.9	77.8	81.7
R-DIMM	7.9	5.9	3.9	4.3	4.7	3.9	4.0	3.8	68.5	22.0	16.4
ETC	2.9	3.0	2.8	5.4	3.1	1.6	1.8	1.9	16.6	14.0	8.3
DDR5	9.5	15.3	16.5	16.1	15.8	17.4	16.9	19.0	29.1	57.4	69.0
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.1	-0.3	-0.1	1.8	2.6	38.5	3.0	3.7
(% QoQ)	-79.2%	-2.1%	적전	-199.2%	적전	적축	흑전	43.4%			
(% YoY)	-83.0%	-84.9%	적전	-84.5%	적전	적전	흑전	128.0%	187.5%	-92.1%	20.3%
영업이익률 (%)	3.7%	3.6%	-2.9%	2.4%	-0.6%	-0.2%	4.1%	5.5%	17.4%	1.8%	2.1%
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	0.5	1.2	3.1	3.9	38.2	3.3	8.1
지배주주순이익	1.8	1.2	-1.0	0.5	0.2	1.1	2.7	3.2	30.6	2.5	6.9
지배주주순이익률(%)	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	0.5%	2.9%	6.1%	6.7%	13.8%	1.5%	3.9%

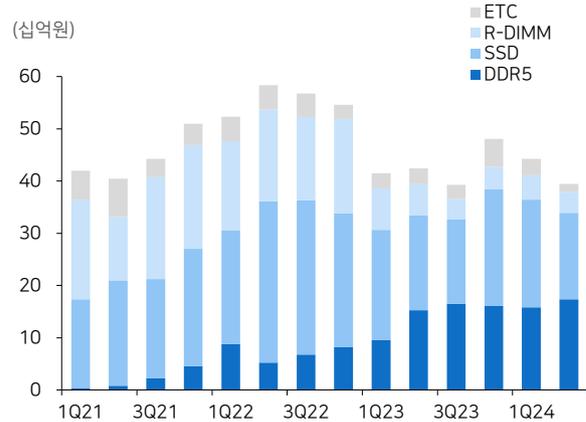
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 2Q24 기준 제품군별 매출 비중



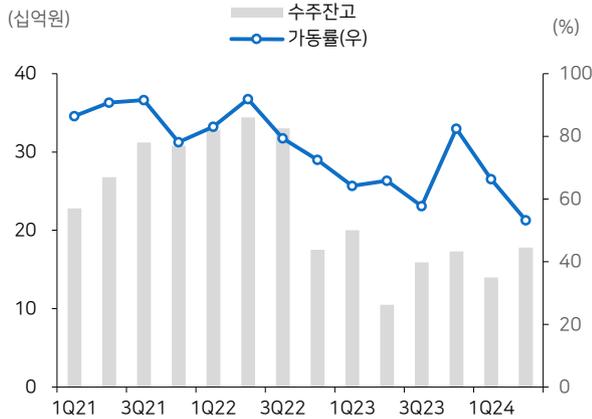
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기별 실적 추이



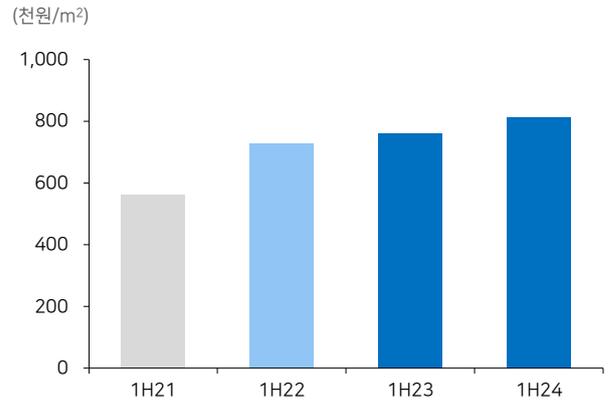
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 수주잔고 및 가동률 추이



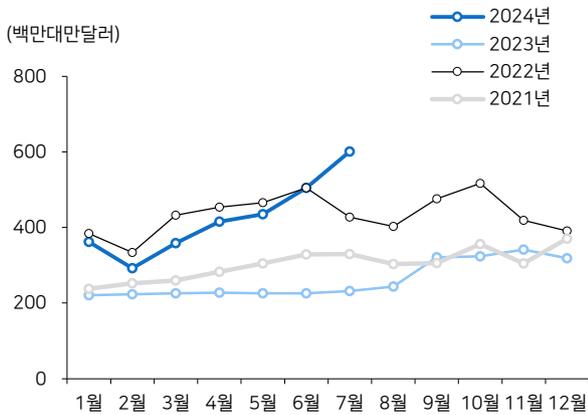
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 ASP 추이



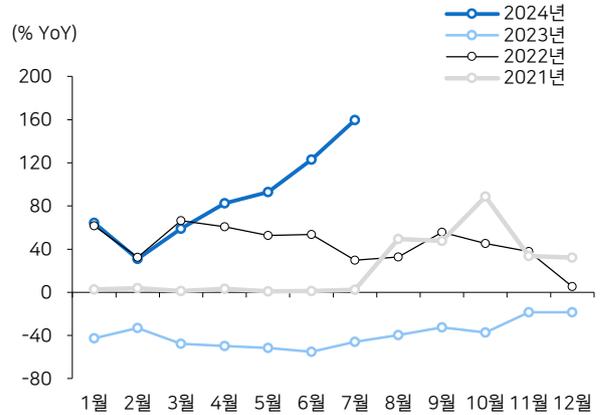
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Aspeed 월별 매출액



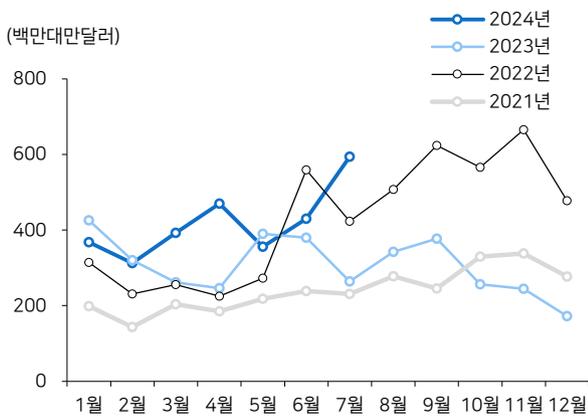
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Aspeed YoY 성장률



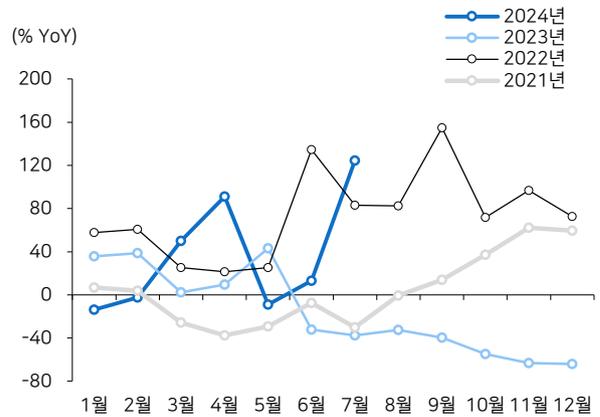
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Winway 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Winway YoY 성장률



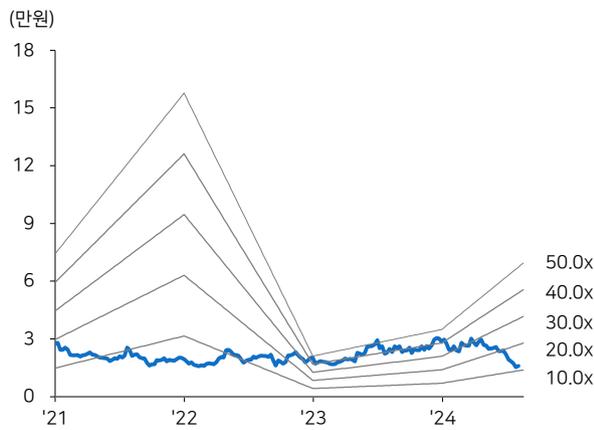
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,413	12MF EPS
적정배수 (배)	18.8	컨센서스 기준 '20~'22년 저점 평균 멀티플
적정가치	26,561	
적정주가	27,000	
현재주가	16,080	
상승여력 (%)	67.9%	

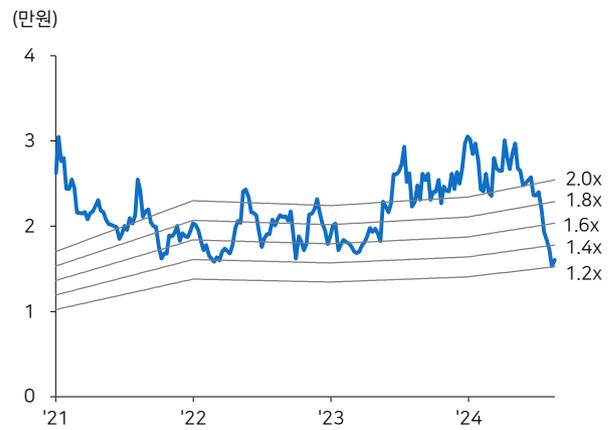
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 티엘비 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	221.6	171.3	175.5	228.7	247.9
매출액증가율 (%)	24.4	-22.7	2.5	30.3	8.4
매출원가	174.6	160.0	160.9	197.9	212.5
매출총이익	46.9	11.4	14.6	30.8	35.4
판매비와관리비	8.5	8.3	11.0	12.5	12.6
영업이익	38.5	3.0	3.7	18.3	22.8
영업이익률 (%)	17.4	1.8	2.1	8.0	9.2
금융수익	-0.4	-0.3	-0.8	-0.8	-0.5
중속/관계기업관련손익	-0.0	-0.0	3.2	1.0	1.0
기타영업외손익	0.2	0.5	2.1	3.1	2.9
세전계속사업이익	38.2	3.3	8.1	21.6	26.2
법인세비용	7.7	0.8	1.3	4.1	5.1
당기순이익	30.6	2.5	6.8	17.5	21.2
지배주주지분 순이익	30.6	2.5	6.9	17.6	21.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	78.3	67.5	62.6	78.1	93.6
현금및현금성자산	31.2	11.5	3.2	0.7	9.7
매출채권	19.1	21.9	22.4	29.2	31.7
재고자산	20.6	20.6	23.1	30.1	32.6
비유동자산	86.6	105.0	110.1	116.6	117.6
유형자산	73.4	91.1	96.3	102.3	103.2
무형자산	0.5	0.7	0.5	0.4	0.2
투자자산	2.4	2.1	2.1	2.8	3.0
자산총계	164.9	172.6	172.7	194.7	211.2
유동부채	28.7	35.4	30.6	36.8	34.0
매입채무	11.2	13.2	13.6	17.7	19.2
단기차입금	0.0	5.0	10.0	10.0	5.0
유동성장기부채	2.3	10.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	24.0	27.0	27.0	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	57.5	64.0	61.3
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	80.8	96.4	115.6
비지배주주지분	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
자본총계	112.3	110.2	115.1	130.7	149.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	35.4	-1.5	6.0	14.3	23.5
당기순이익(손실)	30.6	2.5	6.8	17.5	21.2
유형자산감가상각비	5.2	6.0	6.8	9.0	9.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-6.4	-4.9	-2.6	-8.2	-3.0
투자활동 현금흐름	-23.3	-29.8	-7.0	-15.0	-7.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.0	-25.0	-12.0	-15.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-2.5	0.4	3.2	0.4	0.8
재무활동 현금흐름	4.1	11.1	-7.2	-1.8	-6.9
차입금증감	5.4	15.6	-5.3	0.1	-5.0
자본의증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	16.7	-19.7	-8.3	-2.5	9.1
기초현금	14.5	31.2	11.5	3.2	0.7
기말현금	31.2	11.5	3.2	0.7	9.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,532	17,422	17,851	23,259	25,208
EPS(지배주주)	3,108	256	697	1,785	2,156
CFPS	4,495	1,208	1,088	2,793	3,257
EBITDAPS	4,448	939	1,088	2,793	3,257
BPS	11,424	11,213	11,711	13,298	15,255
DPS	300	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.6	0.7	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	119.5	23.0	9.0	7.4
PCR	4.2	25.3	14.8	5.7	4.9
PSR	0.8	1.8	0.9	0.7	0.6
PBR	1.6	2.7	1.4	1.2	1.1
EBITDA	43.7	9.2	10.7	27.5	32.0
EV/EBITDA	4.0	34.6	16.8	6.5	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.3	2.3	6.1	14.3	15.1
EBITDA 이익률	19.7	5.4	6.1	12.0	12.9
부채비율	46.8	56.5	50.0	48.9	40.9
금융비용부담률	0.4	0.7	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	42.0	2.4	2.5	13.3	17.7
매출채권회전율(x)	13.8	8.3	7.9	8.8	8.1
재고자산회전율(x)	10.1	8.3	8.0	8.6	7.9

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

