

2025. 2. 19



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **25,000 원**현재주가 (2.18) **21,950 원**상승여력 **13.9%**

KOSDAQ 773.65pt

시가총액 2,158억원

발행주식수 983만주

유동주식비율 67.90%

외국인비중 2.88%

52주 최고/최저가 31,150원/10,720원

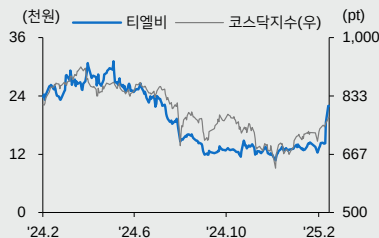
평균거래대금 54.9억원

주요주주(%)

백성현 외 9 인 30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	69.5	36.1	-16.1
상대주가	58.8	38.3	-7.0

주가그래프

**티엘비** 356860**기술 선점의 수확 시기 진입**

- ✓ 4Q24 연결 영업이익은 일회성 비용 약 20억원을 제외하면 당사 추정치에 부합
- ✓ ASP 상승 효과에 힘입어 업종 내 다른 기판 업체 대비 양호한 수익성을 유지
- ✓ 견조한 ASP가 유지된 만큼, 업황 회복 국면에서 강한 영업 레버리지 효과 기대
- ✓ 동사 ASP 또한 CXL, LPCAMM 등 차세대 제품의 양산 확대에 따라 추가 상승 기대
- ✓ 적정주가는 25,000원으로 +8.7% 상향 조정하며, 투자의견은 Buy를 유지

4Q24 Review: 일회성 비용 제거 시 컨센서스 부합

4Q24 연결 실적은 매출액 498억원(+3.6% YoY), 영업이익 9억원(-20.8% YoY)으로, 매출액은 당사 추정치를 소폭 상회했으나 영업이익은 크게 하회했다. 다만, 성과급 등 약 20억 원으로 추정되는 일회성 비용을 제외하면 당사 추정치에 거의 부합한 것으로 파악된다. 3분기에 이어 북미 고객사향 SSD 매출이 크게 성장했으며, 주요 고객사 내 미드-하이엔드 기판 점유율 확대에 따라 견조한 ASP가 유지되었다.

양호한 하반기, 기대되는 2025년

메모리 업황 둔화로 인한 전반적인 수요 침체 영향으로, 작년 하반기부터 기판 업체들의 실적 부진이 지속되고 있다. 동사 역시 가동률이 크게 하락했으나, ASP 상승 효과에 힘입어 업종 내 다른 기판 업체 대비 양호한 수익성을 유지했다는 점 (그림3,4)에서 차별화된 경쟁력을 갖추고 있다고 판단된다. 이는 결국 메모리 모듈 PCB 분야에서 동사의 기술적 우위가 입증된 결과로 해석할 수 있기 때문이다. 최대 실적을 달성한 2022년보다 더 높은 ASP가 유지된 만큼 업황 회복 국면에서 영업레버리지 효과가 더욱 부각될 것으로 기대된다. 또한, 동사의 ASP는 CXL, LPCAMM, MR-DIMM 등 차세대 제품의 양산 확대에 따라 추가 상승할 가능성이 열려 있다. 특히, LPCAMM의 경우 북미 메모리 고객사 제품의 양산을 시작했으며, 국내 메모리 고객사 제품은 단독 개발을 진행 중인 것으로 파악된다.

투자의견 Buy, 적정주가 25,000원 상향 제시

2023~2024년은 동사가 독자적인 기술력을 바탕으로 여러 선행 모델을 선점하며 재도약을 위한 기반을 구축하는 시기였다. 올해부터는 이러한 기술적 선점이 본격적으로 결실을 맺을 것으로 예상된다. 적정주가는 25,000원으로 +8.7% 상향 조정하며, 투자의견은 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	171.3	3.0	2.5	256	-91.8	11,213	119.5	2.7	34.6	2.3	56.5
2024P	180.0	3.4	3.7	484	89.2	11,499	27.0	1.1	12.1	4.3	51.4
2025E	211.7	19.2	16.8	1,709	253.2	13,010	12.8	1.7	8.3	13.9	48.4
2026E	234.3	25.4	21.8	2,213	29.5	15,025	9.9	1.5	6.4	15.8	40.4
2027E	254.2	30.5	24.3	2,466	11.5	17,293	8.9	1.3	5.1	15.3	33.6

표1 티엘비 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	49.8	48.1	3.6%	46.4	7.3%	47.6	4.7%	48.2	3.3%
영업이익	0.9	1.1	-20.8%	2.8	-67.2%	2.4	-61.8%	3.0	-69.5%
세전이익	1.9	0.6	227.6%	1.3	42.6%	1.8	4.3%	2.9	-34.3%
순이익	1.6	0.5	211.6%	0.8	101.8%	1.5	6.6%	2.5	-35.4%
영업이익률(%)	1.8%	2.4%		6.0%		5.0%		6.2%	
순이익률(%)	3.2%	1.1%		1.7%		3.2%		5.1%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
환율	1,328	1,370	1,374	1,394	1,425	1,410	1,380	1,350	1,306	1,366	1,391
매출액	44.2	39.5	46.4	49.8	49.7	50.9	55.8	55.3	171.3	180.0	211.7
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	-0.2%	2.3%	9.7%	-1.0%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	12.4%	28.9%	20.2%	10.9%	-22.7%	5.1%	17.6%
SSD	20.6	16.6	21.8	27.4	24.6	24.2	26.2	26.0	77.8	86.4	100.9
R-DIMM	4.7	3.9	4.2	4.0	3.8	4.3	4.5	3.9	22.0	16.8	16.4
ETC	3.1	1.6	1.9	2.5	1.5	1.5	1.7	1.7	14.0	9.0	6.4
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	19.9	20.9	23.4	23.8	57.4	67.7	88.0
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	2.9	4.1	6.5	5.6	3.0	3.4	19.2
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	218.8%	43.1%	57.8%	-14.3%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	136.3%	517.4%	-92.1%	10.3%	471.6%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	5.8%	8.1%	11.7%	10.2%	1.8%	1.9%	9.1%
세전이익	0.5	1.2	1.3	1.9	3.4	4.7	7.1	6.1	3.3	4.9	21.2
순이익	0.2	1.1	0.8	1.6	2.3	3.5	5.9	5.0	2.5	3.7	16.8
순이익률(%)	0.5%	2.9%	1.7%	3.2%	4.6%	7.0%	10.7%	9.1%	1.5%	2.1%	7.9%

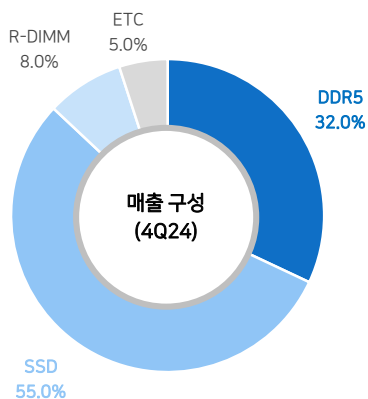
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	49.7	211.7	234.3	48.9	208.3	230.7	1.7%	1.6%	1.6%
영업이익	2.9	19.2	25.4	3.5	19.0	23.6	-16.1%	1.2%	7.4%
영업이익률 (%)	5.8%	9.1%	10.8%	7.1%	9.1%	10.2%			
세전이익	3.4	21.2	27.8	4.0	21.0	25.8	-15.0%	1.1%	7.6%
순이익	2.3	16.8	21.8	2.7	16.6	20.2	-15.0%	1.1%	7.6%

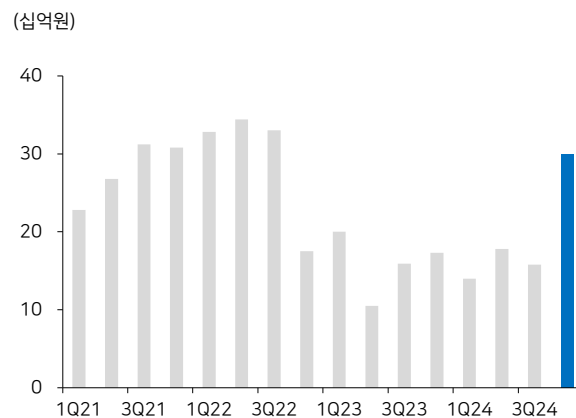
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 4Q24 기준 제품군별 매출 비중



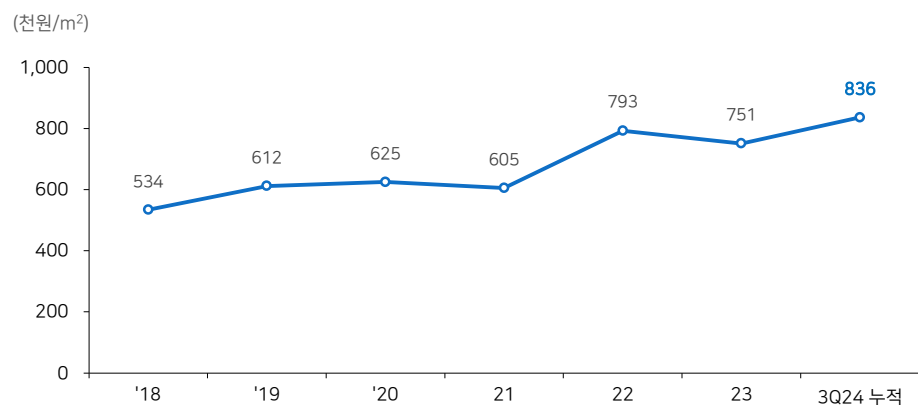
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 수주잔고 추이



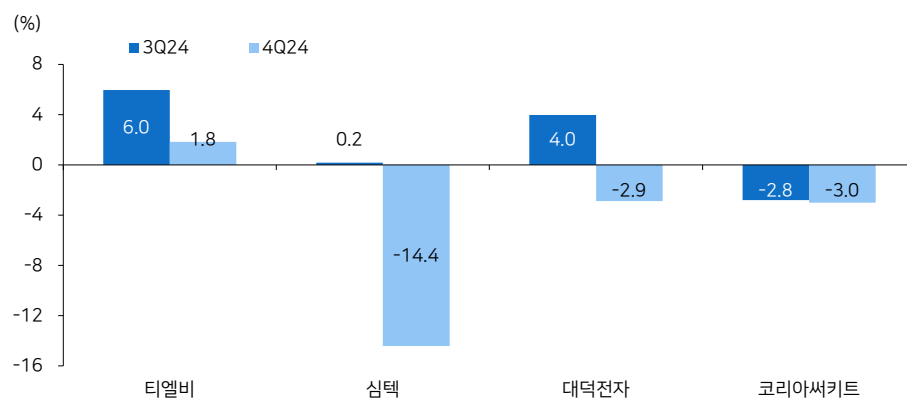
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 Blended ASP 추이



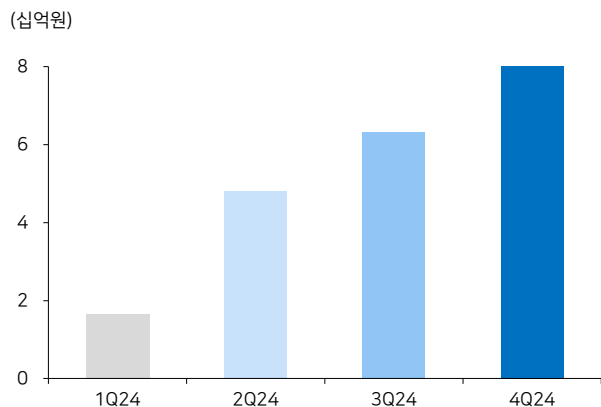
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 래거시 기판 업체들 OPM 비교



주: 심텍 4Q24 OPM은 컨센서스 기준
 자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 eSSD 매출액 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 차세대 신제품

차세대 신제품



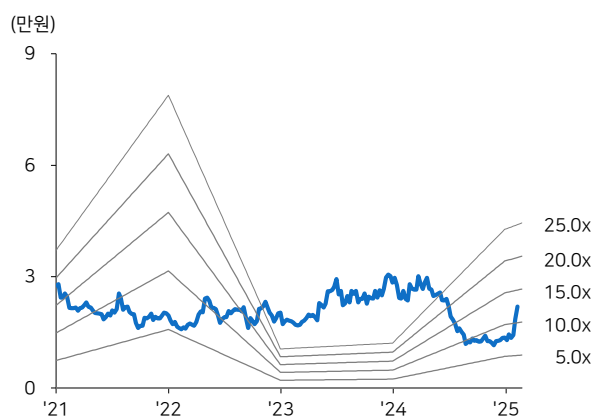
자료: 티엘비

표4 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,796	12MF EPS
적정배수 (배)	13.7	기존 Target PER
적정가치	24,553	
적정주가	25,000	
현재주가	21,950	
상승여력 (%)	13.9%	

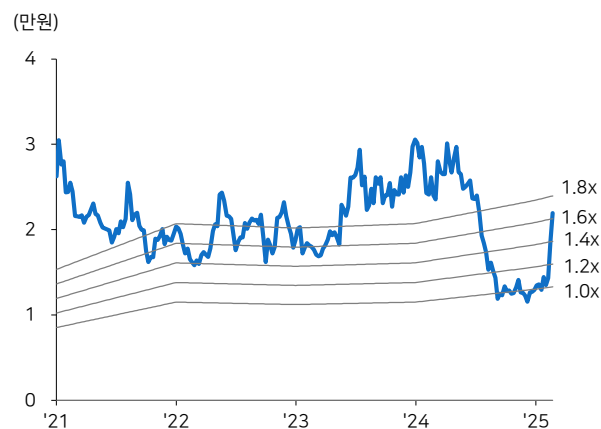
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	211.7	234.3	254.2
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	17.6	10.7	8.5
매출원가	160.0	162.8	181.0	196.9	210.7
매출총이익	11.4	17.2	30.7	37.4	43.5
판매관리비	8.3	11.6	11.5	12.0	13.1
영업이익	3.0	3.4	19.2	25.4	30.5
영업이익률(%)	1.8	3.1	9.1	10.8	12.0
금융손익	-0.3	-0.9	-0.8	-0.5	0.4
종속/관계기업손익	-0.0	0.5	1.0	1.0	0.0
기타영업외손익	0.5	0.8	1.9	1.9	0.0
세전계속사업이익	3.3	4.9	21.2	27.8	30.8
법인세비용	0.8	1.3	4.5	6.1	6.6
당기순이익	2.5	3.7	16.8	21.7	24.2
지배주주지분 순이익	2.5	3.7	16.8	21.8	24.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1.5	7.8	18.2	24.6	28.9
당기순이익(손실)	2.5	4.8	16.8	21.7	24.2
유형자산상각비	6.0	6.8	9.0	9.1	7.6
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.9	-2.7	-4.8	-3.4	-3.0
투자활동 현금흐름	-29.8	-11.3	-14.6	-8.9	-1.5
유형자산의증가(CAPEX)	-25.0	-12.0	-15.0	-10.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	0.4	0.6	0.7	-0.2
재무활동 현금흐름	11.1	-7.2	-1.9	-6.9	-6.9
차입금의 증감	15.6	-5.3	0.1	-4.9	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	-10.8	1.8	8.9	20.5
기초현금	31.2	11.5	0.7	2.5	11.4
기말현금	11.5	0.7	2.5	11.4	31.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	61.0	73.4	89.9	117.0
현금및현금성자산	11.5	0.7	2.5	11.4	31.8
매출채권	21.9	23.0	27.1	30.0	32.5
재고자산	20.6	23.1	27.2	30.1	32.6
비유동자산	105.0	110.1	116.4	117.4	109.9
유형자산	91.1	96.3	102.3	103.2	95.5
무형자산	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2
투자자산	2.1	2.2	2.6	2.9	3.1
자산총계	172.6	171.1	189.8	207.3	227.0
유동부채	35.4	31.1	34.8	32.4	29.8
매입채무	13.2	13.9	16.4	18.1	19.7
단기차입금	5.0	10.0	10.0	5.0	0.0
유동성장기부채	10.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	27.0	27.0	27.1	27.2	27.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0
부채총계	62.3	58.1	61.9	59.7	57.1
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	75.9	78.7	93.5	113.3	135.6
비지배주주지분	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2
자본총계	110.2	113.0	127.9	147.6	169.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	21,529	23,831	25,856
EPS(지배주주)	256	484	1,709	2,213	2,466
CFPS	1,208	1,285	2,880	3,519	3,881
EBITDAPS	939	1,285	2,880	3,519	3,881
BPS	11,213	11,499	13,010	15,025	17,293
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	27.0	12.8	9.9	8.9
PCR	25.3	10.2	7.6	6.2	5.7
PSR	1.8	0.7	1.0	0.9	0.8
PBR	2.7	1.1	1.7	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	9.2	12.6	28.3	34.6	38.2
EV/EBITDA	34.6	12.1	8.3	6.4	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	4.3	13.9	15.8	15.3
EBITDA 이익률	5.4	7.0	13.4	14.8	15.0
부채비율	56.5	51.4	48.4	40.4	33.6
금융비용부담률	0.7	0.8	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	2.4	3.8	13.9	19.7	27.7
매출채권회전율(x)	8.3	8.0	8.5	8.2	8.1
재고자산회전율(x)	8.3	8.2	8.4	8.2	8.1

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
종가대비 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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

