

2025. 3. 28



▲ 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 (3.27) 22,100 원

상승여력 22.2%

KOSDAQ	707.49pt
시가총액	2,173억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	67.90%
외국인비중	3.49%
52주 최고/최저가	31,150원/10,720원
평균거래대금	162.9억원

주요주주(%)
백성현 외 9 인 30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	65.4	-12.8
상대주가	21.6	81.1	12.3

주가그래프



티엘비 356860

전방 공급 제한 속 지속되는 고부가 수주

- ✓ 1Q25 연결 매출액과 영업이익 각각 컨센서스 +6.1%, +10.2% 상회 예상
- ✓ 이는 서버용 6,400Gbps DDR5에 대한 강한 수요가 동시에 집중되고 있기 때문
- ✓ 2025년 매출액 2,198억원(+22.1% YoY), 영업이익 193억원(+476.7% YoY) 전망
- ✓ 시장 관심 높은 SoCAMP 제품의 경우, 북미 및 국내 고객사향 초도 납품 시작
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 27,000원으로 +8.0% 상향 제시

1Q25 Preview: DDR5 매출 급증

1Q25 연결 실적은 매출액 505억원(+14.1% YoY), 영업이익 26억원(흑전 YoY)으로 각각 시장 컨센서스를 +6.1%, +10.2% 상회할 전망이다. 이는 서버용 6,400Gbps DDR5에 대한 강한 수요가 동시에 집중되고 있기 때문이다. 현재 주요 메모리 제조사들은 제한된 공급 여건 속에서 수요가 강하고 수익성이 높은 서버용 DDR5 생산을 최우선으로 추진하고 있다(그림5). 이 중에서도 가장 고부가가치 제품인 6,400Gbps DDR5 모듈은 기술적 진입장벽이 높아, 동사가 경쟁사 대비 확실한 기술 우위를 확보하고 있는 것으로 파악된다.

고부가 기판 중심 재편 속, 동사의 기술 우위 지속 부각 전망

2025년 연결 실적은 매출액 2,198억원(+22.1% YoY), 영업이익 193억원(+476.7% YoY)을 전망한다. 2024년 동사는 최대 실적을 기록했던 2022년(Opm: 17.4%)보다 더 높은 ASP를 달성했다(그림7). 이는 DDR5의 고용량화, eSSD 확산 등으로 인한 메모리 모듈의 고밀도화가 공법과 소재 변경을 유도하고 있으며, 그에 따른 수혜가 고사양 제품 대응력이 검증된 동사에게 집중되고 있음을 시사한다. 또한 동사의 ASP는 SoCAMP, LPCAMP, CXL, MR-DIMM 등 차세대 제품의 양산 확대에 따라 올해 추가 상승이 예상된다. 특히 시장의 관심이 높은 SoCAMP 제품의 경우, 북미 및 국내 고객사 향으로 초도 납품을 시작한 것으로 파악된다. 현재는 양산 초기 단계로 물량 규모는 제한적이지만, 하반기 북미 AI 가속기 업체의 신제품 출시 이후 본격적인 물량 확대가 기대된다.

프리미엄의 근거: ASP가 상승하는 기판업체는 동사와 이수페타시스 뿐

AI 서버용 수요가 견조하게 유지되고 있는 이수페타시스를 제외하면, 국내 기판 업체 중 구조적인 ASP 상승이 기대되는 곳은 동사가 유일하다. 차별화된 ASP 흐름을 기반으로 프리미엄이 정당화될 것으로 판단되며, 실적 추정치 및 Target Multiple 상향을 반영해 적정주가는 27,000원으로 +8.0% 상향 제시한다.

(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
2024	180.0	3.4	3.6	368	43.4	11,399	35.5	1.1	15.8	3.3	68.1
2025E	219.8	19.3	16.9	1,717	366.5	12,918	12.9	1.7	8.0	14.1	50.0
2026E	242.6	26.0	22.4	2,283	33.0	15,003	9.7	1.5	6.3	16.4	41.8
2027E	259.8	30.1	25.7	2,608	14.3	17,413	8.5	1.3	5.2	16.1	34.4

(십억원)	1Q25E	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	50.5	44.2	14.1%	49.8	1.4%	49.7	1.5%	47.6	6.1%
영업이익	2.6	-0.3	nm	0.9	188.8%	2.9	-9.4%	2.4	10.2%
세전이익	3.1	0.5	554.4%	1.9	65.3%	3.4	-8.9%	1.8	72.3%
순이익	2.0	0.2	782.9%	1.6	24.9%	2.3	-13.0%	1.5	33.2%
영업이익률(%)	5.2%	-0.6%		1.8%		5.8%		5.0%	
세전이익률(%)	6.1%	1.1%		3.8%		6.8%		3.8%	
순이익률(%)	4.0%	0.5%		3.2%		4.6%		3.2%	

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

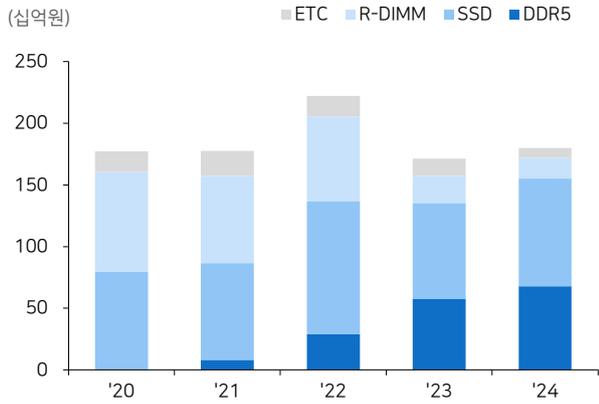
(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	219.8	180.0	22.1%	211.7	3.8%	204.8	7.3%
영업이익	19.3	3.4	475.7%	19.2	0.7%	15.6	23.7%
세전이익	21.2	4.9	333.5%	21.2	0.1%	16.1	31.7%
지배주주 순이익	16.9	3.7	350.5%	16.8	0.4%	13.2	28.4%
영업이익률(%)	8.8%	1.9%		9.1%		7.6%	
세전이익률(%)	9.7%	2.7%		10.0%		7.9%	
순이익률(%)	7.7%	2.1%		7.9%		6.4%	

자료: Bloomberg, 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,328	1,370	1,374	1,394	1,450	1,437	1,410	1,390	1,366	1,422	1,175
매출액	44.2	39.5	46.4	49.8	50.5	53.3	57.3	58.7	180.0	219.8	242.6
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	1.4%	5.5%	7.6%	2.5%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	14.1%	34.9%	23.4%	17.8%	5.1%	22.1%	10.4%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	26.0	24.2	26.4	29.4	87.4	105.9	115.2
R-DIMM	4.7	3.9	4.2	4.0	3.8	4.5	4.6	4.1	16.8	17.1	15.8
ETC	3.1	1.6	1.9	1.5	0.5	0.5	0.6	0.6	8.0	2.2	2.4
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	20.2	24.0	25.8	24.7	67.7	94.6	109.2
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	2.6	4.1	6.5	6.2	3.4	19.3	26.0
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	188.8%	54.6%	59.7%	-4.7%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	133.9%	579.7%	10.3%	475.7%	34.3%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	6.0%	8.1%	11.8%	10.6%	1.9%	8.8%	10.7%

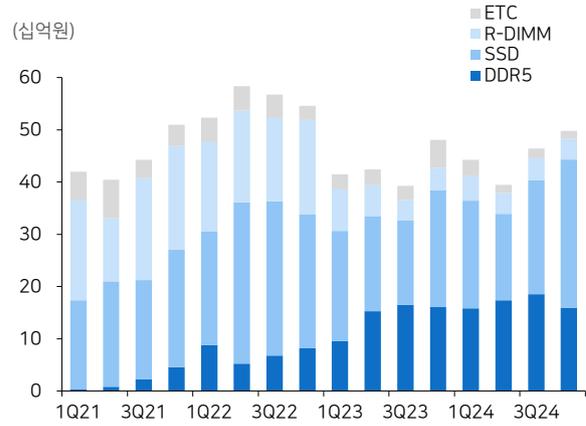
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 연도별 제품별 매출 추이



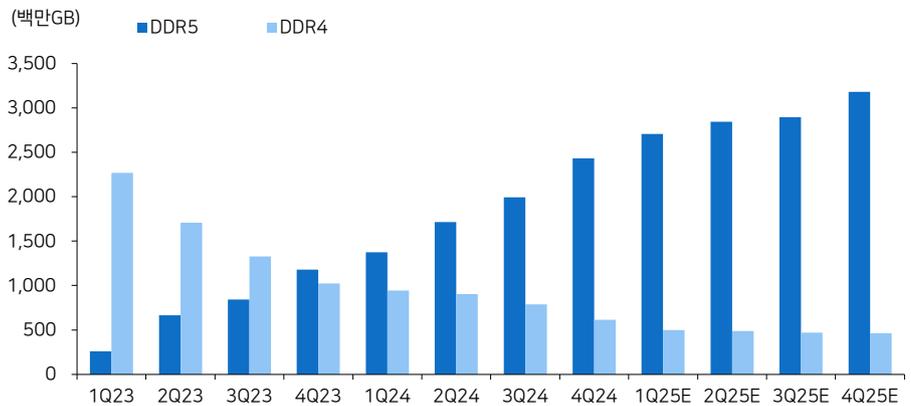
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 분기 제품별 매출 추이



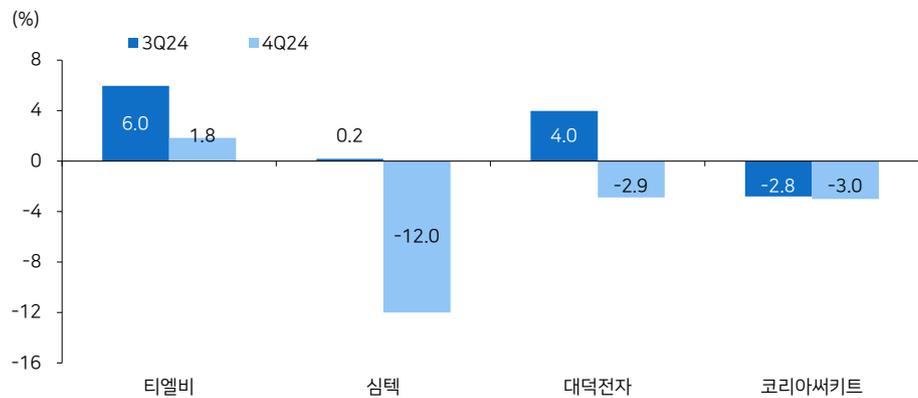
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 제품별 서버용 디램 출하량 추이 및 전망



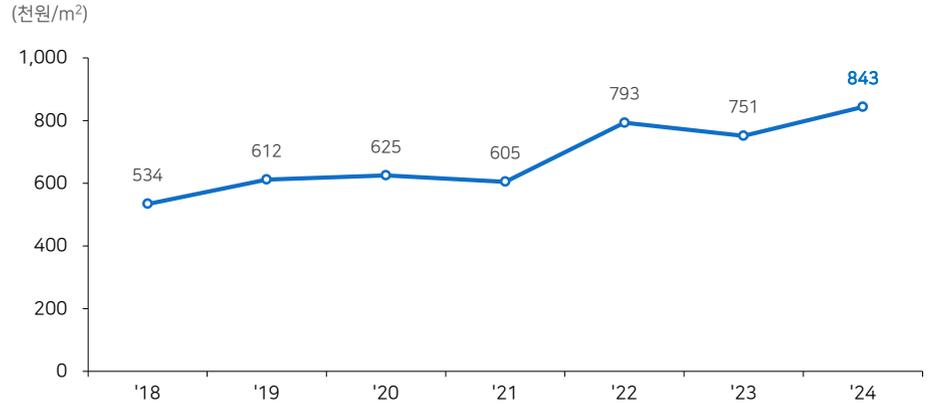
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 래거시 기판 업체들 작년 하반기 OPM 비교



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

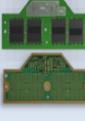
그림5 티엘비 Blended ASP 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 차세대 신제품

차세대 신제품

 <p>CXL (Compute Express Link) 지정된 CPU에 메모리 제공할 뿐만 아니라, 지정되지 않은 CPU에 메모리 확장한 제품</p>	 <p>SOCAMM (System On Chip with Advanced Memory Module) 디지털, 아날로그, 혼합 신호 회로를 하나의 칩에 집적해 소형 고성능 저전력을 구현한 제품</p>
 <p>MR-DIMM (Multiplexed Rank Dual Inline Memory Module) 여러 개 D램이 결합된 모듈 제품 랭크(Rank) 2개 동시 작동으로 속도 향상</p>	 <p>LPCAMM (Low Power Compression Attached Memory Module) LPDDR 기반의 새로운 폼팩터로 전력을 최소화하여 열발생을 줄이는데 주로 사용</p>

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 SK하이닉스 'SoCamm'



자료: SK하이닉스

그림8 Micron 'SoCamm'



자료: Micron

표4 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	1,891	12MF EPS
적정배수 (배)	14.1	컨센서스 기준 2020년 저점 PER 적용
적정가치	26,726	
적정주가	27,000	
현재주가	22,100	
상승여력 (%)	22.2%	

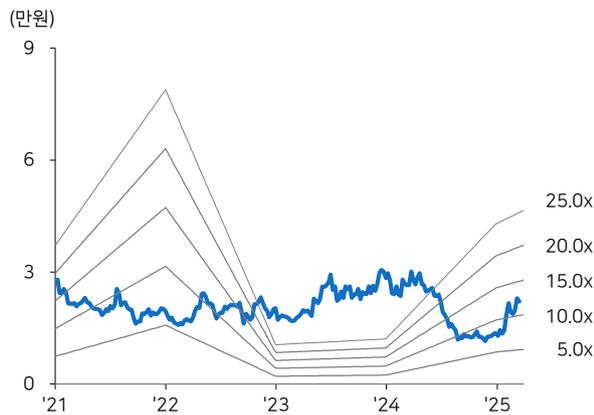
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 티엘비 밸류에이션 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
주가 (원)						
High	38,050	36,000	25,000	32,250	33,000	
Low	22,800	15,300	15,000	15,710	10,650	
Average	26,198	21,143	19,445	22,473	20,714	
확정치 기준 PER (배)						
High	26.1	28.5	8.0	126.1	89.7	
Low	15.7	12.1	4.8	61.4	28.9	
Average	18.0	16.8	6.3	87.9	56.3	
EPS (원)	1,455	1,262	3,108	256	368	1717
EPS Growth (%)	35.0	-13.3	146.2	-91.8	43.9	366.6
컨센서스 기준 PER						
High	23.6	27.4	6.9	76.4	77.3	
Low	14.1	11.6	4.2	37.2	24.9	
Average	16.2	16.1	5.4	53.3	48.5	
EPS (원)	1,613	1,315	3,607	422	427	1,337
EPS growth (%)	49.6	-9.6	185.8	-86.4	67.0	263.4

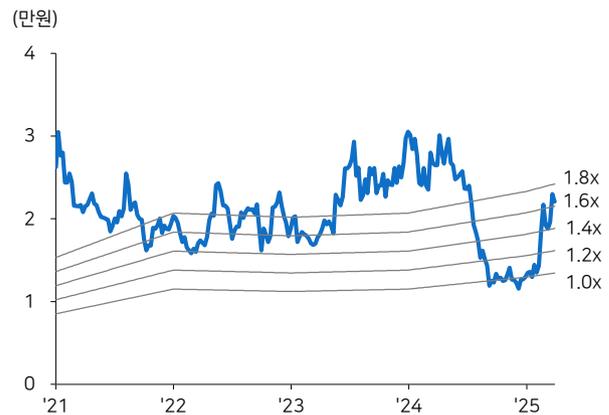
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	219.8	242.6	259.8
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	22.1	10.4	7.1
매출원가	160.0	165.9	188.3	203.6	215.8
매출총이익	11.4	14.1	31.5	39.0	44.1
판매관리비	8.3	10.8	12.1	13.1	14.0
영업이익	3.0	3.4	19.3	26.0	30.1
영업이익률(%)	1.8	1.9	8.8	10.7	11.6
금융손익	-0.3	-1.1	-1.1	-0.6	0.1
중속/관계기업손익	-0.0	0.5	1.0	1.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	2.0	2.4	3.1
세전계속사업이익	3.3	4.9	21.3	28.8	33.3
법인세비용	0.8	1.3	4.5	6.4	7.8
당기순이익	2.5	3.6	16.8	22.3	25.5
지배주주지분 손이익	2.5	3.6	16.9	22.4	25.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	71.1	89.7	109.9
현금및현금성자산	11.5	18.3	6.7	18.5	33.6
매출채권	21.9	23.7	28.9	31.9	34.2
재고자산	20.6	24.7	30.1	33.2	35.6
비유동자산	105.0	117.3	119.2	119.1	119.8
유형자산	91.1	104.9	107.0	106.9	107.6
무형자산	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
투자자산	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	172.6	188.4	190.4	208.8	229.6
유동부채	35.4	52.7	39.8	37.8	35.1
매입채무	13.2	12.6	15.4	17.0	18.2
단기차입금	5.0	10.7	10.7	5.7	0.7
유동성장기부채	10.3	18.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	27.0	23.6	23.7	23.7	23.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.0	22.8	22.8	22.8	22.8
부채총계	62.3	76.3	63.5	61.5	58.8
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	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	75.9	77.4	92.3	112.8	136.5
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.4
자본총계	110.2	112.1	126.9	147.3	170.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1.5	4.7	18.8	25.6	29.1
당기순이익(손실)	2.5	3.6	16.8	22.3	25.5
유형자산상각비	6.0	6.7	11.0	10.0	9.3
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.9	-6.6	-6.0	-3.5	-2.6
투자활동 현금흐름	-29.8	-4.1	-10.4	-6.8	-7.0
유형자산의증가(CAPEX)	-25.0	-17.8	-13.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	0.4	2.5	1.0	1.0	-0.0
재무활동 현금흐름	11.1	5.9	-20.1	-6.9	-6.9
차입금의 증감	15.6	10.4	-18.1	-5.0	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	6.8	-11.6	11.9	15.2
기초현금	31.2	11.5	18.3	6.7	18.6
기말현금	11.5	18.3	6.7	18.6	33.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	22,354	24,676	26,426
EPS(지배주주)	256	368	1,717	2,283	2,608
CFPS	1,208	1,230	3,094	3,672	4,007
EBITDAPS	939	1,036	3,094	3,672	4,007
BPS	11,213	11,399	12,918	15,003	17,413
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	12.9	9.7	8.5
PCR	25.3	10.6	7.1	6.0	5.5
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	10.2	30.4	36.1	39.4
EV/EBITDA	34.6	15.8	8.0	6.3	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	14.1	16.4	16.1
EBITDA 이익률	5.4	5.7	13.8	14.9	15.2
부채비율	56.5	68.1	50.0	41.8	34.4
금융비용부담률	0.7	1.0	0.8	0.5	0.4
이자보상배율(x)	2.4	1.9	11.7	21.4	29.3
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	8.4	8.0	7.9
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.0	7.7	7.5

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 하시기를 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)

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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.25	Indepth	Buy	25,000	양승수	-5.1	4.6	
2023.06.27	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-19.3	-5.3	
2023.08.16	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-15.9	-8.8	
2023.11.07	산업분석	Buy	30,000	양승수	-10.8	7.0	
2024.04.18	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-29.0	-5.6	
2024.08.16	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-50.7	-40.3	
2024.11.18	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-41.6	-35.2	
2025.01.23	기업브리프	Buy	23,000	양승수	-33.9	-4.6	
2025.02.19	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-17.8	-0.4	
2025.03.28	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-	-	