

티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

서지원RA

iwon0.seo@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

70,000

유지

현재주가

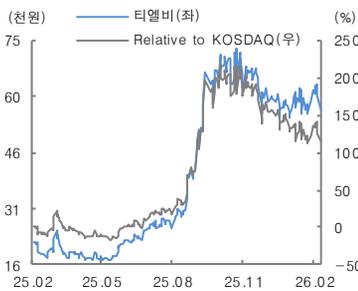
57,000

(26.03.03)

가전 및 전자부품업종

| | |
|-------------|-------------------|
| KOSDAQ | 1137.7 |
| 시가총액 | 560십억원 |
| 시가총액비중 | 0.12% |
| 자본금(보통주) | 5십억원 |
| 52주 최고/최저 | 72,800원 / 17,110원 |
| 120일 평균거래대금 | 264억원 |
| 외국인지분율 | 13.10% |
| 주요주주 | 백성현 외 8 인 29.12% |

| 주기수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|------|-------|
| 절대수익률 | -8.9 | -16.1 | 93.9 | 196.3 |
| 상대수익률 | -8.4 | -31.2 | 35.8 | 93.7 |



2026년 차별된 성장!

- 4Q25 영업이익은 86억원(844% yoy)은 추정을 상회. 호실적 지속
- 2026년 서버향 메모리모듈의 수량 & 가격이 동시에 상승, 수익성 확대
- 2026년 영업이익은 361억원(39% yoy) 증가 추정. 고부가 비중 증가

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 70,000원 유지

2026년 4Q 영업이익은 86억원(-0.8% qoq/844% yoy)으로 증전 추정(72억원), 컨센서스에 부합. 매출은 726억원(5.3% qoq/45.8% yoy)으로 추정, 컨센서스에 부합으로 평가. 2025년 2Q 기점으로 성장 추세가 지속, 2026년 매출과 영업이익의 성장 전망은 유호. 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가 70,000원(2026년 EPS X 목표 P/E 23.5배(실적 호조 상단)) 유지. 투자포인트는

2026년 고부가 제품의 총 수 상향으로 P(가격), Q(수량) 동시 증가

1) 2025년 4Q 실적 중 DDR5 비중이 68% 차지, 고부가(하이엔드 서버향) 매출 비중이 62% 차지, 전분기대비 11%p 확대 등 영업이익률은 11.8%(-0.8%p qoq) 기록, 일회성 비용(성과급)을 제외하면 전분기대비 영업이익률이 확대로 분석. 고부가 매출 비중이 증가하여 2026년 영업이익은 361억원으로 39%(yoy) 증가로 추정

2) 삼성전자와 SK하이닉스, 마이크론 등 메모리 반도체 업체는 수요가 높은 서버향 메모리 생산 확대에 집중, 티엘비의 서버향 메모리모듈의 출하량 증가가 예상. 수량(Q)과 가격(P)이 동시에 상승 전망. 특히 서버향 메모리모듈의 적층 수가 높아지면서 평균공급단가가 상승, 고부가 비중의 확대로 수익성은 큰 폭의 증가를 예상, 서버향 메모리모듈 부문의 경쟁사 중 삼성전자, 하이닉스내 높은 점유율을 유지, 2026년 최고 매출(3,245억원 25.5% yoy)을 예상한 경쟁력 요인으로 판단. 주요 원자재인 금 가격 상승으로 원가 부담이 예상되나 고부가 제품 비중 증가, 신제품 출시로 평균공급단가 상승이 진행되면서 일부 상쇄, 수익성 부담은 제한적으로 평가

(단위: 십억원 %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | 1Q26 | | | | | |
|------|------|------|------|-----|-------|------|-----|----|-------|-----|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | 당사추정 | YoY | QoQ | | | |
| 매출액 | 50 | 69 | 73 | 73 | 45.8 | 5.3 | 72 | 74 | 40.5 | 2.6 |
| 영업이익 | 1 | 9 | 7 | 9 | 844.5 | -0.8 | 8 | 9 | 377.0 | 4.2 |
| 순이익 | 1 | 7 | 6 | 7 | 377.7 | 7.5 | 7 | 7 | 700.9 | 2.9 |

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 171 | 180 | 258 | 325 | 359 |
| 영업이익 | 3 | 3 | 26 | 36 | 37 |
| 세전순이익 | 3 | 5 | 24 | 37 | 37 |
| 총당기순이익 | 3 | 4 | 19 | 29 | 30 |
| 지배지분순이익 | 3 | 4 | 19 | 29 | 30 |
| EPS | 256 | 368 | 1,931 | 2,971 | 3,040 |
| PER | 119.5 | 35.5 | 31.0 | 20.1 | 19.7 |
| BPS | 11,213 | 11,399 | 13,133 | 15,906 | 18,748 |
| PBR | 2.7 | 1.1 | 4.6 | 3.6 | 3.0 |
| ROE | 2.3 | 3.3 | 15.7 | 20.5 | 17.5 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

| | 수정전 | | 수정후 | | 변동률 | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
| 매출액 | 259 | 322 | 258 | 325 | -0.3 | 0.9 |
| 판매비와 관리비 | 12 | 14 | 12 | 14 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | 24 | 36 | 26 | 36 | 6.1 | 0.2 |
| 영업이익률 | 9.4 | 11.2 | 10.0 | 11.1 | 0.6 | -0.1 |
| 영업외손익 | -2 | 0 | -2 | 0 | 적자유지 | 132.5 |
| 세전순이익 | 23 | 36 | 24 | 37 | 7.4 | 0.9 |
| 지배지분순이익 | 18 | 29 | 19 | 29 | 7.7 | -0.3 |
| 순이익률 | 6.8 | 9.0 | 7.3 | 9.0 | 0.6 | 0.0 |
| EPS(지배지분순이익) | 1,794 | 2,981 | 1,931 | 2,971 | 7.7 | -0.3 |

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

표1. 국내 PCB 업체, Peer Group 밸류에이션 비교

(단위: local, bil local, %, x)

| 회사명 | 매출액 | | 영업이익 | | OPM | | 순이익 | | EPS | | P/E | | P/B | |
|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 티엘비 | 325 | 359 | 36 | 37 | 11.1 | 10.3 | 29 | 30 | 2,971 | 3,040 | 20.1 | 19.7 | 3.8 | 3.2 |
| 삼성전기 | 12,722 | 14,075 | 1,314 | 1,635 | 10.3 | 11.6 | 1,041 | 1,289 | 13,411 | 16,609 | 33.4 | 27.0 | 3.3 | 3.0 |
| LG 이노텍 | 23,294 | 24,457 | 872 | 970 | 3.7 | 4.0 | 597 | 693 | 25,212 | 29,289 | 12.7 | 10.9 | 1.2 | 1.1 |
| 이수페타시스 | 1,507 | 1,753 | 322 | 381 | 21.4 | 21.7 | 261 | 305 | 3,556 | 4,156 | 35.9 | 30.7 | 10.1 | 7.7 |
| 대덕전자 | 1,400 | 1,578 | 173 | 214 | 12.4 | 13.6 | 148 | 182 | 2,879 | 3,542 | 21.7 | 17.7 | 3.1 | 2.7 |
| 심텍 | 1,684 | 1,850 | 136 | 205 | 8.1 | 11.1 | 90 | 139 | 2,412 | 3,733 | N/A | 14.5 | 3.9 | 3.1 |
| 해성디에스 | 802 | 878 | 107 | 128 | 13.4 | 14.6 | 86 | 103 | 5,061 | 6,082 | 12.8 | 10.6 | 1.7 | 1.5 |
| 비에이치 | 1,956 | 2,168 | 110 | 137 | 5.6 | 6.3 | 88 | 107 | 2,599 | 3,166 | 7.4 | 6.1 | 0.8 | 0.7 |
| 코리아싸키트 | 1,752 | 2,013 | 139 | 184 | 7.9 | 9.2 | 104 | 139 | 3,757 | 5,000 | 15.7 | 11.8 | 3.1 | 2.5 |

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

주: 티엘비는 대신증권 추정치 적용, 컨센서스는 2026-03-03 기준

표2. 해외 PCB 업체, Peer Group 밸류에이션 비교

(단위: local, bil local, %, x)

| 카테고리 | 국가 | 회사명 | 매출액 | | 영업이익 | | OPM | | 순이익 | | EPS | | P/E | | P/B | |
|------------------------|------------|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| IC Substrate | 한국 | 삼성전기 | 12,721 | 14,074 | 1,313.5 | 1,635.2 | 10.3 | 11.6 | 1,040.7 | 1,288.9 | 13,411 | 16,609 | 33.4 | 27.0 | 3.3 | 3.0 |
| | 한국 | 심텍 | 1,683.9 | 1,850.5 | 136.5 | 204.6 | 8.1 | 11.1 | 90.1 | 139.4 | 2,412.0 | 3,733.0 | 22.4 | 14.5 | 3.9 | 3.1 |
| | 한국 | 해성디에스 | 801.5 | 877.9 | 107.1 | 128.2 | 13.4 | 14.6 | 86.0 | 103.4 | 5,061.0 | 6,082.0 | 12.8 | 10.6 | 1.7 | 1.5 |
| | 일본 | Ibiden | 493.0 | 573.4 | 88.9 | 117.2 | 18.0 | 20.5 | 62.7 | 81.4 | 216.8 | 286.7 | 43.2 | 32.7 | 4.5 | 4.0 |
| | 대만 | Unimicron | 166.2 | 207.4 | 20.4 | 38.8 | 12.3 | 18.7 | 16.5 | 31.2 | 10.7 | 20.3 | 44.3 | 23.7 | 6.6 | 5.3 |
| | 대만 | NanYaPCB | 52.4 | 65.0 | 7.0 | 12.3 | 13.4 | 18.9 | 6.2 | 10.8 | 9.7 | 16.7 | 55.4 | 32.3 | 6.9 | 6.3 |
| | 대만 | Kinsus | 47.9 | 58.6 | 5.5 | 8.2 | 11.5 | 14.0 | 3.6 | 5.7 | 7.5 | 12.2 | 40.2 | 25.0 | 3.7 | 3.3 |
| | 중국 | Shennan | 29.3 | 35.7 | 4.8 | 6.4 | 16.5 | 17.9 | 4.6 | 6.0 | 7.1 | 9.2 | 40.8 | 31.5 | 8.1 | 6.6 |
| AI/서버/ 네트워크용 MLB | 한국 | 이수페타시스 | 1,507.3 | 1,752.8 | 322.4 | 380.6 | 21.4 | 21.7 | 261.1 | 305.1 | 3,556.0 | 4,156.0 | 35.9 | 30.7 | 10.1 | 7.7 |
| | 한국 | 대덕전자 | 1,399.8 | 1,577.9 | 173.1 | 214.0 | 12.4 | 13.6 | 148.3 | 182.5 | 2,879.0 | 3,542.0 | 21.7 | 17.7 | 3.1 | 2.7 |
| | 한국 | 코리아써킷 | 1,751.6 | 2,012.5 | 138.8 | 184.3 | 7.9 | 9.2 | 104.0 | 138.7 | 3,757.0 | 5,000.0 | 15.7 | 11.8 | 3.1 | 2.5 |
| | 한국 | 티엘비 | 325 | 359 | 36 | 37 | 11.1 | 10.3 | 29 | 30 | 2,971 | 3,040 | 20.1 | 19.7 | 3.8 | 3.2 |
| | 미국 | TTM | 3.4 | 4.0 | 0.4 | 0.6 | 13.0 | 14.8 | 0.3 | 0.5 | 3.2 | 4.4 | 35.2 | 25.6 | 6.0 | 5.0 |
| | 대만 | Compeq | 85.0 | 101.9 | 9.3 | 14.8 | 11.0 | 14.6 | 8.9 | 12.2 | 7.4 | 10.2 | 30.2 | 22.0 | 5.8 | 6.9 |
| | 대만 | Tripod | 82.0 | 91.9 | 15.9 | 18.9 | 19.4 | 20.6 | 12.8 | 15.3 | 24.4 | 29.2 | 15.9 | 13.3 | 3.4 | 2.8 |
| | 중국 | Delton | 6.4 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 1.3 | N/A | 3.1 | N/A | 38.0 | N/A | N/A | N/A |
| | 중국 | AOK(Aoshikang) | 6.8 | 7.9 | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.7 | 0.9 | 2.3 | 2.9 | 21.0 | 16.6 | 2.9 | 2.5 |
| | 중국 | FounderPCB | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | 중국 | Olympic | 7.9 | 9.7 | 0.0 | N/A | 0.4 | N/A | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 39.9 | 32.1 | 5.8 | 5.0 |
| 대만 | UnitechPCB | 19.5 | N/A | 2.2 | N/A | 11.4 | N/A | 2.0 | N/A | 2.9 | N/A | 24.5 | N/A | 8.1 | N/A | |
| FPCB/ Rigid-flex | 한국 | LG 이노텍 | 23,294 | 24,456 | 871.8 | 970.0 | 3.7 | 4.0 | 596.7 | 693.2 | 25,212 | 29,289 | 12.7 | 10.9 | 1.2 | 1.1 |
| | 한국 | 비에이치 | 1,956.5 | 2,168.2 | 109.9 | 137.2 | 5.6 | 6.3 | 87.6 | 106.7 | 2,599.0 | 3,166.0 | 7.4 | 6.1 | 0.8 | 0.7 |
| | 한국 | 인터플렉스 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | 대만 | ZhenDing | 209.2 | 234.2 | 20.0 | 24.9 | 9.6 | 10.6 | 12.2 | 15.4 | 12.3 | 15.3 | 16.1 | 12.9 | 1.5 | 1.3 |
| | 대만 | FLEXium | 29.0 | 31.1 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 1.0 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 1.7 | 78.1 | 35.9 | 0.9 | 1.0 |
| | 일본 | NOK(자회사 Mektec) | 728.4 | 749.5 | 41.4 | 46.6 | 5.7 | 6.2 | 33.1 | 37.6 | 202.6 | 230.1 | 16.3 | 14.3 | 0.9 | 0.9 |
| | 일본 | NittoDenko | 1,056.2 | 1,097.5 | 197.3 | 211.5 | 18.7 | 19.3 | 146.6 | 157.3 | 214.3 | 232.2 | 16.6 | 15.3 | 2.1 | 1.9 |
| | 일본 | SumitomoElectric Industries | 4,929.1 | 5,108.8 | 405.9 | 454.7 | 8.2 | 8.9 | 284.2 | 325.2 | 372.1 | 418.8 | 29.2 | 25.9 | 3.2 | 3.0 |
| | 중국 | DSBJ | 54.5 | 67.6 | 5.6 | 8.2 | 10.3 | 12.2 | 4.9 | 7.5 | 2.6 | 3.8 | 35.6 | 23.8 | 6.4 | 5.1 |
| Automotive/ 전장 PCB | 한국 | 대덕전자(일부) | 1,399.8 | 1,577.9 | 173.1 | 214.0 | 12.4 | 13.6 | 148.3 | 182.5 | 2,879.0 | 3,542.0 | 21.7 | 17.7 | 3.1 | 2.7 |
| | 한국 | 코리아써킷(일부) | 1,751.6 | 2,012.5 | 138.8 | 184.3 | 7.9 | 9.2 | 104.0 | 138.7 | 3,757.0 | 5,000.0 | 15.7 | 11.8 | 3.1 | 2.5 |
| | 일본 | Meiko | 262.9 | 305.1 | 28.2 | 34.9 | 10.7 | 11.4 | 21.3 | 25.1 | 855.1 | 1,057.3 | 29.8 | 24.1 | 4.6 | 3.8 |
| | 일본 | CMK | 102.3 | 107.7 | 3.3 | 4.3 | 3.2 | 4.0 | 2.2 | 2.5 | 26.0 | 36.5 | 24.1 | 17.2 | 0.6 | 0.6 |
| | 중국 | Olympic | 7.9 | 9.7 | 0.0 | N/A | 0.4 | N/A | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 39.9 | 32.1 | 5.8 | 5.0 |
| | 중국 | Kinwong(일부) | 18.5 | 23.2 | 2.3 | N/A | 12.3 | N/A | 2.1 | 2.8 | 2.3 | 3.0 | 29.6 | 22.1 | 4.6 | 4.1 |
| | 대만 | UnitechPCB | 19.5 | N/A | 2.2 | N/A | 11.4 | N/A | 2.0 | N/A | 2.9 | N/A | 24.5 | N/A | 8.1 | N/A |

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

주: 티엘비는 대신증권 추정치 적용, 컨센서스는 2026-03-03 기준

표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q26F | 2QF | 3QF | 4QF | 2024 | 2025 | 2026F |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출 | 53.0 | 64.1 | 68.9 | 72.6 | 74.4 | 79.5 | 83.9 | 86.7 | 180.0 | 258.5 | 324.5 |
| DRAM 모듈 PCB | 29.4 | 38.2 | 41.9 | 45.3 | 46.8 | 50.6 | 54.2 | 56.6 | 92.9 | 154.8 | 208.2 |
| DDR5 | 21.7 | 27.7 | 30.9 | 33.8 | 35.5 | 38.4 | 41.2 | 43.3 | 71.2 | 114.1 | 158.3 |
| R-DIMM | 7.8 | 10.5 | 11.0 | 11.4 | 11.3 | 12.2 | 13.0 | 13.3 | 21.7 | 40.6 | 49.8 |
| SSD PCB | 22.6 | 24.8 | 25.8 | 26.1 | 26.4 | 27.7 | 28.4 | 28.7 | 83.4 | 99.3 | 111.2 |
| 기타 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 3.7 | 4.4 | 5.2 |
| 영업이익 | 1.9 | 6.9 | 8.7 | 8.6 | 8.9 | 9.8 | 8.7 | 8.7 | 3.4 | 26.0 | 36.1 |
| 영업이익률 | 3.5% | 10.7% | 12.6% | 11.8% | 12.0% | 12.3% | 10.4% | 10.0% | 1.9% | 10.0% | 11.1% |
| 세전이익 | 1.4 | 5.6 | 8.7 | 8.8 | 9.0 | 9.9 | 8.8 | 8.8 | 4.9 | 24.4 | 36.5 |
| 세전이익률 | 2.6% | 8.7% | 12.6% | 12.1% | 12.1% | 12.4% | 10.5% | 10.1% | 2.7% | 9.4% | 11.3% |
| 순이익(지배) | 0.9 | 4.5 | 6.5 | 7.0 | 7.2 | 7.9 | 7.1 | 7.0 | 3.6 | 19.0 | 29.2 |
| 순이익률 | 1.7% | 7.1% | 9.5% | 9.7% | 9.7% | 9.9% | 8.4% | 8.1% | 2.0% | 7.3% | 9.0% |
| 매출비중(%) | | | | | | | | | | | |
| DRAM 모듈 PCB | 55.5 | 59.6 | 60.8 | 62.4 | 62.9 | 63.6 | 64.6 | 65.3 | 51.6 | 59.9 | 64.1 |
| (DDR5 비중) | (40.9) | (43.3) | (44.9) | (46.6) | (47.7) | (48.2) | (49.1) | (49.9) | (39.5) | (44.2) | (48.8) |
| (R-DIMM) | (14.6) | (16.3) | (16.0) | (15.7) | (15.2) | (15.3) | (15.5) | (15.4) | (12.1) | (15.7) | (15.4) |
| SSD PCB | 42.6 | 38.7 | 37.5 | 36.0 | 35.5 | 34.8 | 33.8 | 33.1 | 46.3 | 38.4 | 34.3 |
| 기타 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 2.0 | 1.7 | 1.6 |
| 증감률(%YoY) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 19.6 | 62.2 | 48.3 | 45.8 | 40.5 | 24.1 | 21.8 | 19.4 | 5.1 | 43.6 | 25.5 |
| 영업이익 | 흑전 | 흑전 | 212.4 | 844.4 | 377.0 | 42.2 | 0.5 | 1.5 | 10.3 | 673.2 | 39.0 |
| 세전이익 | 188.5 | 350.9 | 559.7 | 366.9 | 561.0 | 77.0 | 1.8 | 0.3 | 50.1 | 397.4 | 49.8 |
| 당기순이익 | 299.1 | 301.3 | 724.3 | 378.2 | 700.9 | 74.0 | 8.2 | 0.0 | 43.9 | 425.1 | 53.8 |
| 증감률(%QoQ) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 6.4 | 20.9 | 7.5 | 5.3 | 2.6 | 6.8 | 5.5 | 3.3 | | | |
| 영업이익 | 106.2 | 266.0 | 26.2 | -0.8 | 4.2 | 9.1 | -10.8 | 0.1 | | | |
| 세전이익 | -27.1 | 307.1 | 55.9 | 1.0 | 3.1 | 9.0 | -10.3 | -0.5 | | | |
| 당기순이익 | -38.6 | 401.6 | 44.3 | 7.6 | 2.8 | 9.0 | -10.3 | -0.5 | | | |

주: 서버용 DRAM은 DDR5 / 기타(PC 용 DDR5 PCB 및 기타)

자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

표 2. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 전)

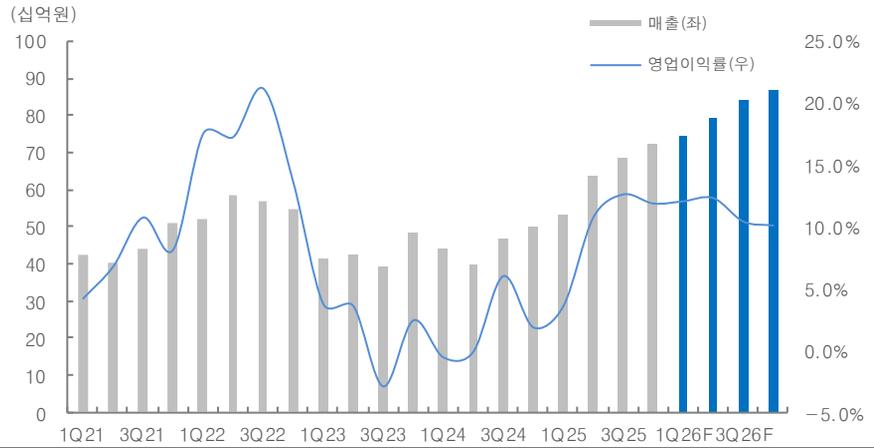
(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q | 3Q | 4QF | 1Q26F | 2QF | 3QF | 4QF | 2024 | 2025F | 2026F |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출 | 53.0 | 64.1 | 68.9 | 73.4 | 73.8 | 78.8 | 83.2 | 85.9 | 180.0 | 259.3 | 321.7 |
| DRAM 모듈 PCB | 29.4 | 38.2 | 41.9 | 45.9 | 46.5 | 50.2 | 53.8 | 56.2 | 92.9 | 155.5 | 206.7 |
| DDR5 | 21.7 | 27.7 | 30.9 | 34.5 | 35.2 | 38.0 | 40.8 | 42.8 | 71.2 | 114.8 | 156.7 |
| R-DIMM | 7.8 | 10.5 | 11.0 | 11.5 | 11.4 | 12.2 | 13.0 | 13.4 | 21.7 | 40.7 | 50.0 |
| SSD PCB | 22.6 | 24.8 | 25.8 | 26.3 | 26.0 | 27.3 | 28.0 | 28.3 | 83.4 | 99.5 | 109.7 |
| 기타 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 3.7 | 4.4 | 5.2 |
| 영업이익 | 1.9 | 6.9 | 8.7 | 7.1 | 9.1 | 9.7 | 8.6 | 8.6 | 3.4 | 24.5 | 36.0 |
| 영업이익률 | 3.5% | 10.7% | 12.6% | 9.7% | 12.3% | 12.3% | 10.4% | 10.0% | 1.9% | 9.4% | 11.2% |
| 세전이익 | 1.4 | 5.6 | 8.7 | 7.1 | 9.1 | 9.7 | 8.7 | 8.7 | 4.9 | 22.7 | 36.2 |
| 세전이익률 | 2.6% | 8.7% | 12.6% | 9.7% | 12.4% | 12.3% | 10.5% | 10.1% | 2.7% | 8.8% | 11.3% |
| 순이익(지배) | 0.9 | 4.5 | 6.5 | 5.7 | 7.3 | 7.8 | 7.0 | 6.9 | 3.6 | 17.6 | 29.0 |
| 순이익률 | 1.7% | 7.1% | 9.5% | 7.7% | 9.9% | 9.9% | 8.4% | 8.1% | 2.0% | 6.8% | 9.0% |
| 매출비중(%) | | | | | | | | | | | |
| DRAM 모듈 PCB | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| (DDR5 비중) | 55.5 | 59.6 | 60.8 | 62.6 | 63.1 | 63.7 | 64.7 | 65.4 | 51.6 | 60.0 | 64.3 |
| (R-DIMM) | (40.9) | (43.3) | (44.9) | (47.0) | (47.7) | (48.2) | (49.0) | (49.9) | (39.5) | (44.3) | (48.7) |
| SSD PCB | (14.6) | (16.3) | (16.0) | (15.6) | (15.4) | (15.5) | (15.7) | (15.5) | (12.1) | (15.7) | (15.5) |
| 기타 | 42.6 | 38.7 | 37.5 | 35.8 | 35.3 | 34.7 | 33.7 | 33.0 | 46.3 | 38.4 | 34.1 |
| 기타 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 2.0 | 1.7 | 1.6 |
| 증감률(%YoY) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 19.6 | 62.2 | 48.3 | 47.4 | 39.2 | 23.0 | 20.7 | 17.1 | 5.1 | 44.1 | 24.0 |
| 영업이익 | 흑전 | 흑전 | 212.4 | 680.0 | 385.3 | 41.0 | -0.4 | 21.8 | 10.3 | 628.7 | 47.2 |
| 세전이익 | 188.5 | 350.9 | 559.7 | 277.3 | 568.1 | 74.4 | 0.2 | 22.2 | 50.1 | 363.1 | 59.5 |
| 당기순이익 | 299.1 | 301.3 | 724.3 | 285.3 | 709.4 | 71.5 | 6.5 | 22.2 | 43.9 | 387.3 | 64.2 |
| 증감률(%QoQ) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 6.4 | 20.9 | 7.5 | 6.5 | 0.5 | 6.8 | 5.5 | 3.3 | | | |
| 영업이익 | 106.2 | 266.0 | 26.2 | -18.1 | 28.3 | 6.3 | -10.8 | 0.1 | | | |
| 세전이익 | -27.1 | 307.1 | 55.9 | -18.4 | 29.0 | 6.3 | -10.4 | -0.5 | | | |
| 당기순이익 | -38.6 | 401.6 | 44.3 | -13.3 | 29.0 | 6.3 | -10.4 | -0.5 | | | |

주: 서버용 DRAM은 DDR5 / 기타(PC 용 DDR5 PCB 및 기타)

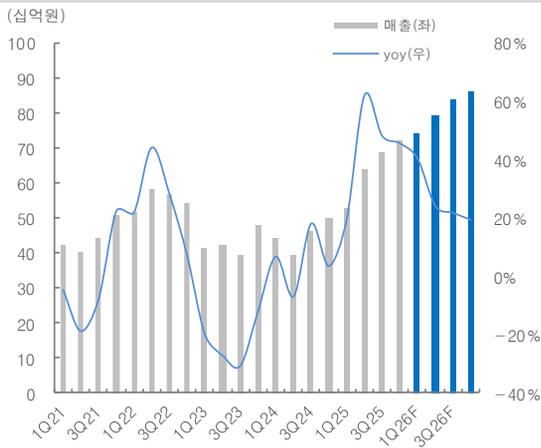
자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 영업이익률



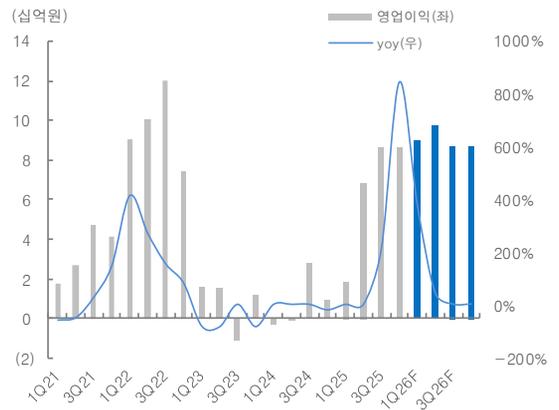
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

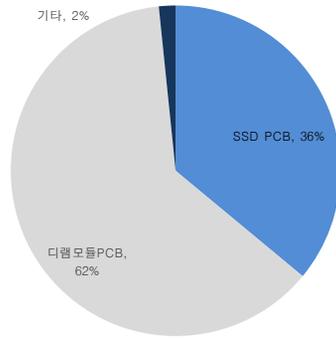
- 메모리 반도체용 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 정비용 PCB/기타로 구성
- 자산 2,462억원 부채 1,201억원 자본 1,260억원(2025년 12월말 기준)

주가 변동요인

- DDR5 CPU 출시 및 DDR5 출하량
- SK 하이닉스 서버용 DRAM 출하량 및 SK 하이닉스 삼성전자SSD 출하량

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

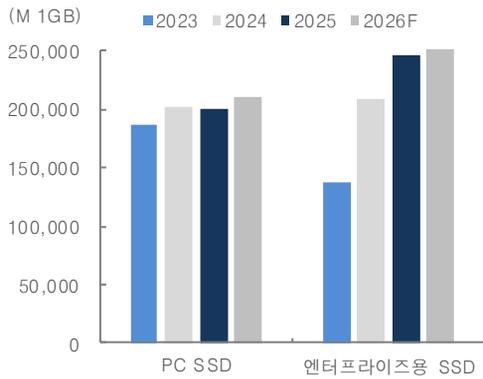
매출 비중



주: 2025년 4분기 연결 매출 기준
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

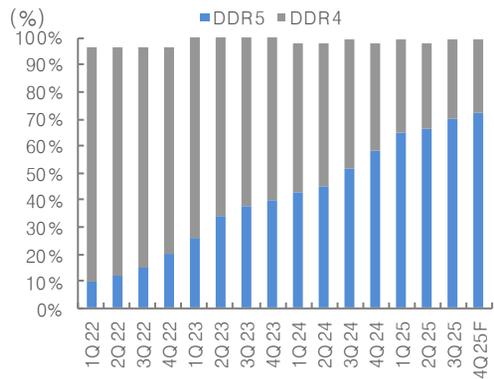
2. Earnings Driver

글로벌 SSD 수요 추이 및 전망



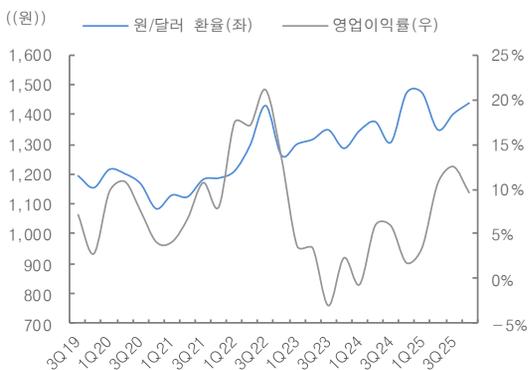
자료: Trendforce, 대신증권 Research Center

DDR4, DDR5 비중 추이 및 전망



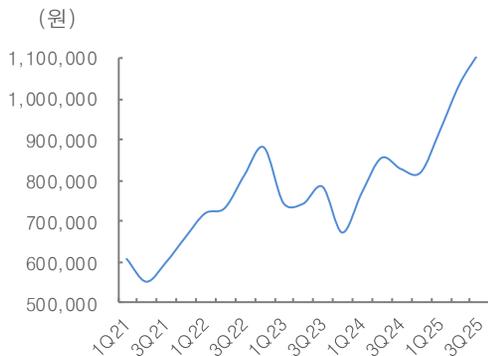
자료: IDC, 삼성전자, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 대신증권 Research Center

평균공급단가(Blended ASP) 추이



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

재무제표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 171 | 180 | 258 | 325 | 359 |
| 매출원가 | 160 | 166 | 220 | 275 | 308 |
| 매출총이익 | 11 | 14 | 38 | 50 | 51 |
| 판매비와관리비 | 8 | 11 | 12 | 14 | 14 |
| 영업이익 | 3 | 3 | 26 | 36 | 37 |
| 영업외수익 | 1.8 | 1.9 | 10.0 | 11.1 | 10.3 |
| EBITDA | 9 | 10 | 34 | 45 | 46 |
| 영업외손익 | 0 | 2 | -2 | 0 | 1 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 외환관련이익 | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 금융비용 | -1 | -2 | -1 | -1 | -1 |
| 외환관련손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | 2 | -1 | 1 | 1 |
| 법인세비용차감전순이익 | 3 | 5 | 24 | 37 | 37 |
| 법인세비용 | -1 | -1 | -5 | -7 | -7 |
| 계속사업순이익 | 3 | 4 | 19 | 29 | 30 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 3 | 4 | 19 | 29 | 30 |
| 당기순이익 | 1.5 | 2.0 | 7.3 | 9.0 | 8.3 |
| 비재배분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재배분순이익 | 3 | 4 | 19 | 29 | 30 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 포괄순이익 | 2 | 4 | 20 | 30 | 31 |
| 비재배분포괄이익 | 0 | 0 | 20 | 30 | 0 |
| 재배분포괄이익 | 2 | 4 | 0 | 0 | 31 |

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 256 | 368 | 1,931 | 2,971 | 3,040 |
| PER | 1195 | 355 | 31.0 | 20.1 | 19.7 |
| BPS | 11,213 | 11,399 | 13,133 | 15,906 | 18,748 |
| PBR | 2.7 | 1.1 | 4.6 | 3.6 | 3.0 |
| EBITDAPS | 939 | 1,035 | 3,409 | 4,541 | 4,693 |
| EV/EBITDA | 34.6 | 15.8 | 18.6 | 12.8 | 11.8 |
| SPS | 17,422 | 18,307 | 26,290 | 33,006 | 36,477 |
| PSR | 1.8 | 0.7 | 2.3 | 1.7 | 1.6 |
| CFPS | 1,208 | 1,230 | 3,210 | 4,542 | 4,721 |
| DPS | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증감률 | -22.7 | 5.1 | 43.6 | 25.5 | 10.5 |
| 영업이익 증감률 | -92.1 | 10.3 | 673.2 | 39.0 | 2.0 |
| 순이익 증감률 | -91.8 | 43.4 | 426.8 | 54.1 | 2.3 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 2.1 | 1.9 | 13.7 | 17.9 | 17.3 |
| ROA | 1.8 | 1.9 | 13.6 | 17.0 | 14.8 |
| ROE | 2.3 | 3.3 | 15.7 | 20.5 | 17.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 56.5 | 68.1 | 50.8 | 46.8 | 44.8 |
| 순차입금비율 | 17.6 | 29.0 | 20.1 | 7.9 | -7.5 |
| 이자보상비율 | 2.4 | 1.9 | 28.2 | 41.8 | 35.9 |

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 68 | 71 | 68 | 95 | 126 |
| 현금및현금성자산 | 11 | 18 | 7 | 21 | 54 |
| 매출채권 및 기타채권 | 23 | 25 | 23 | 26 | 37 |
| 재고자산 | 21 | 25 | 35 | 44 | 33 |
| 기타유동자산 | 13 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 비유동자산 | 105 | 117 | 126 | 135 | 140 |
| 유형자산 | 91 | 105 | 116 | 126 | 134 |
| 관계기업투자지급 | 2 | 0 | -2 | -4 | -6 |
| 기타비유동자산 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 자산총계 | 173 | 188 | 195 | 230 | 267 |
| 유동부채 | 35 | 53 | 42 | 49 | 52 |
| 매입채무 및 기타채무 | 19 | 21 | 28 | 35 | 38 |
| 차입금 | 5 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 유동상채무 | 10 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 비유동부채 | 27 | 24 | 24 | 24 | 31 |
| 차입금 | 26 | 23 | 23 | 24 | 30 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 부채총계 | 62 | 76 | 66 | 73 | 83 |
| 자본부분 | 110 | 112 | 129 | 156 | 184 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 이익잉여금 | 76 | 77 | 94 | 122 | 150 |
| 기타자본변동 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 비재배분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 110 | 112 | 129 | 156 | 184 |
| 순차입금 | 19 | 33 | 26 | 12 | -14 |

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | -2 | 5 | 23 | 30 | 41 |
| 당기순이익 | 3 | 4 | 19 | 29 | 30 |
| 비유동자산처분이익 | 9 | 8 | 13 | 15 | 17 |
| 감가상각비 | 6 | 7 | 8 | 9 | 9 |
| 외환손익 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 지분변환이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 3 | 3 | 6 | 8 | 9 |
| 자산부채의 증감 | -5 | -7 | -2 | -6 | 3 |
| 기타현금흐름 | -8 | -1 | -6 | -8 | -8 |
| 투자활동 현금흐름 | -30 | -4 | -15 | -15 | -13 |
| 투자자산 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 유형자산 | -25 | -18 | -19 | -19 | -17 |
| 기타 | -5 | 11 | 2 | 2 | 2 |
| 재무활동 현금흐름 | 11 | 6 | -20 | -2 | 4 |
| 단기차입금 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 13 | 5 | 0 | 0 | 6 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -3 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 기타 | -4 | -3 | -19 | -1 | -1 |
| 현금의 증감 | -20 | 7 | -11 | 14 | 33 |
| 기초 현금 | 31 | 11 | 18 | 7 | 21 |
| 기말 현금 | 11 | 18 | 7 | 21 | 54 |
| NOPLAT | 2 | 2 | 20 | 29 | 29 |
| FCF | -16 | -8 | 9 | 19 | 22 |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

티엘비(356860) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

| 제시일자 | 26.03.04 | 26.01.12 | 25.09.03 | 25.08.12 | 25.08.11 | 25.07.21 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 70,000 | 70,000 | 33,000 | 33,000 | 33,000 | 33,000 |
| 과다율(평균%) | | (15.70) | 53.72 | (17.16) | (19.27) | (19.61) |
| 과다율(최대/최소%) | | (9.14) | 120.61 | (7.58) | (14.55) | (14.70) |

| 제시일자 | 25.06.25 | 25.06.16 | 25.05.15 | 25.02.20 | 24.11.14 | 24.08.20 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 30,000 | 25,000 | 25,000 | 25,000 | 19,500 | 27,000 |
| 과다율(평균%) | (22.30) | (22.78) | (23.74) | (22.30) | (30.39) | (50.58) |
| 과다율(최대/최소%) | (16.33) | (0.40) | (0.40) | (0.40) | 14.36 | (40.26) |

| 제시일자 | 24.08.14 | 24.05.14 |
|-------------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy |
| 목표주가 | 27,000 | 32,000 |
| 과다율(평균%) | (40.87) | (30.30) |
| 과다율(최대/최소%) | (40.26) | (13.75) |

| 제시일자 | |
|-------------|--|
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 과다율(평균%) | |
| 과다율(최대/최소%) | |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260228)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 90.0% | 10.0% | 0.0% |

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상